

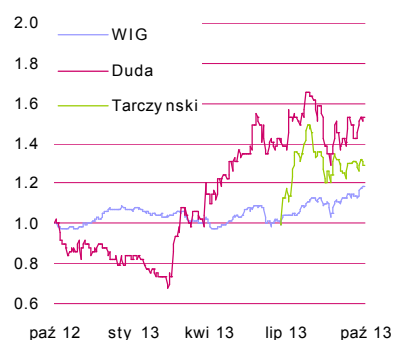
Duda, Tarczyński

branża spożywcza

	rekomendacja	cena	cena docelowa
Duda	akumuluj	0.76	0.90
Tarczyński	kupuj	13.3	18.5

Perspektywa spadku cen surowca

Na GPW notowane są trzy spółki zajmujące się przetwórstwem mięsa wieprzowego. Dwie z nich, Kania i Tarczyński, to producenci wyrobów wędlin rozwijający współpracę z sieciami handlowymi, natomiast Duda specjalizuje się w przetwórstwie mięsa i handlu hurtowym. Ceny surowca od ponad dwóch lat utrzymują się na wysokim poziomie, co mocno zaszkodziło całej branży mięsnej. Obecne spadki cen zbóż sugerują, że w najbliższych kwartałach może nastąpić korekta cen surowca, co na pewno przyczyniłoby się do poprawy wyników opisywanych spółek. Rezultaty Dudy powinny być coraz lepsze również z uwagi na prowadzoną restrukturyzację i spadający poziom zadłużenia. W przypadku Tarczyńskiego, pozyskanie środków z emisji akcji pozwoliło na rozpoczęcie rozbudowy zakładu, kluczowego z punktu widzenia planów umocnienia pozycji rynkowej. Warto przy tym odnotować, że zarówno Duda, jak i Tarczyński to spółki notowane przy wskaźniku P/E'2013 na poziomie nieznacznie przekraczającym 10 oraz EV/EBITDA rzędu 6-7.



Zmiana strategii w segmencie produkcyjnym **Dudy** pozwoliła na jego powrót do rentowności w dwóch pierwszych kwartałach roku. Naszym zdaniem tendencja ta utrzyma się także w II półroczu i dzięki temu roczne rezultaty spółki powinny być zdecydowanie lepsze r/r. Oprócz ewentualnego spadku cen surowca, w 2014 r. rezultaty mogą się poprawić również dzięki optymalizacji kosztów w segmencie handlowym, a także niższemu zadłużeniu i kosztom finansowym. Z wymienionych powodów utrzymujemy rekomendację AKUMULUJ dla akcji spółki. Strategia spółki **Tarczyński** zakłada dalsze umacnianie pozycji rynkowej w segmencie premium oraz zwiększanie udziału sieci handlowych w strukturze sprzedaży. Obecne moce produkcyjne nie są wystarczające do dynamicznego rozwoju i dlatego dzięki środkom z IPO trwa rozbudowa głównego zakładu, a jej zakończenie planowane jest na IV kwartał 2014 r. Uważamy, że dzięki silnej marce i nowoczesnemu zakładowi spółka przez wiele lat będzie w stanie systematycznie poprawiać rezultaty. Dla akcji spółki wydajemy pierwszą rekomendację KUPUJ.

ZM Kania we wrześniu podpisały umowę przejęcia firmy Staropolskie Specjały. Nie są na razie znane jej wyniki finansowe, a wpływ akwizycji na rezultaty będzie na pewno istotny i dlatego w raporcie prezentujemy jedynie opis spółki bez wyceny ani rekomendacji.

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
Duda														
2012	2104.1	11.1	36.7	-8.2	-19.9	-0.07	0.02	1.18	-10.5	0.6	0.0	36.5	11.0	-6.1
2013p	1914.5	36.4	60.7	21.7	18.4	0.07	0.15	1.24	11.3	0.6	0.0	11.1	6.7	5.3
2014p	1986.2	38.9	62.3	24.8	20.9	0.08	0.16	1.32	10.0	0.6	0.0	10.4	6.5	5.7
<i>p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN</i>														
Tarczyński														
2012	386.7	21.2	33.3	7.9	10.8	0.95	2.01	5.74	14.0	2.3	0.0	10.8	6.9	16.6
2013p	438.1	20.9	33.5	15.2	12.9	1.14	2.24	7.31	11.7	1.8	0.0	11.0	6.9	15.5
2014p	471.4	22.6	36.2	17.2	14.4	1.27	2.47	8.59	10.5	1.5	0.0	10.2	6.3	14.8

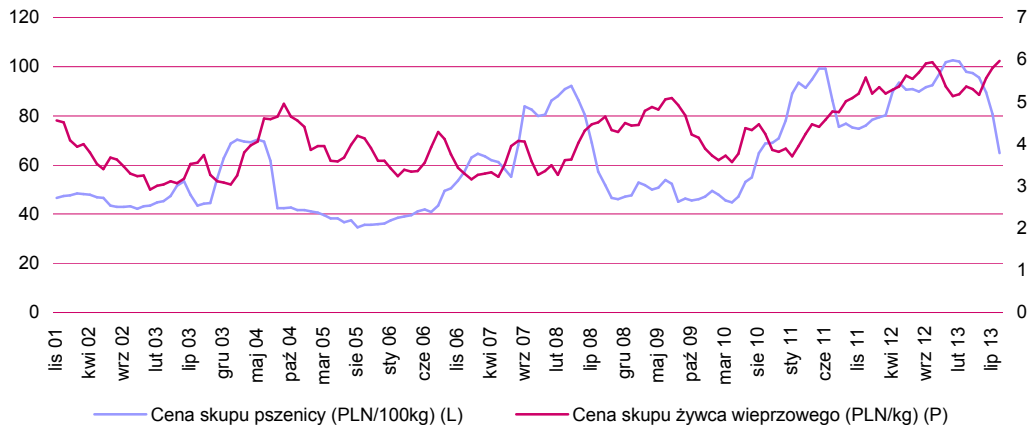
p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Surowce i rynek

Z uwagi na dynamiczny wzrost cen surowca, ostatnie dwa lata były wyjątkowo ciężkie dla branży mięsnej w Polsce. W 2011 r. cena skupu żywca wieprzowego wzrosła o 28% r/r, a do października 2012 r. o kolejne 23%. Później nastąpiła korekta notowań, jednak w czasie tegorocznych wakacji cena skupu znów wróciła ponad poziom 6 PLN/kg. W ostatnich tygodniach ceny znów zaczęły spadać.

Porównanie cen skupu pszenicy i żywca

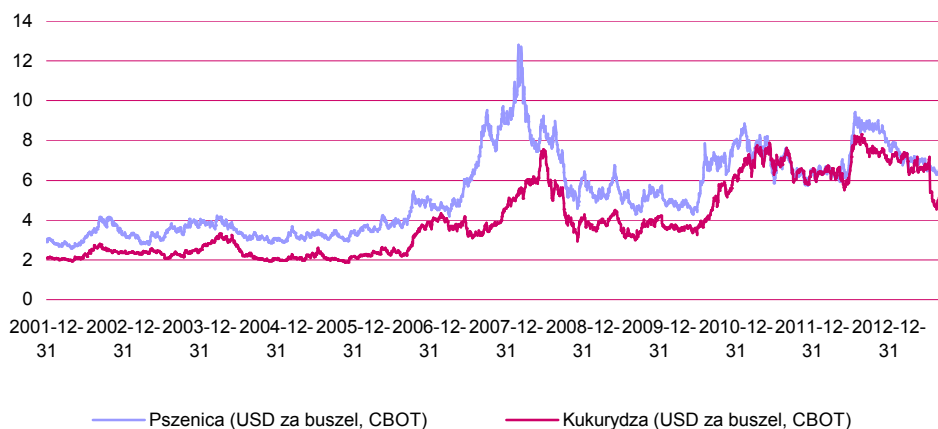


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Cena surowca wieprzowego jest uzależniona od kosztu pasz, który z kolei zależy od cen zbóż. Z powyższego wykresu wynika, że wzrosty cen zbóż przeciętnie wyprzedzają zwyżki cen skupu o 6-12 miesięcy (np. lata 2004, 2008-2009 i 2010-2011). Ostatnia taka sytuacja wydarzyła się w 2010 r. - wzrosty cen pszenicy rozpoczęły się w maju, natomiast zwyżki cen skupu żywca w styczniu 2011 r.

Z uwagi na znacznie lepsze r/r zbiory w zakończonym niedawno sezonie, od kilku miesięcy trwa przecena zbóż zarówno na światowych rynkach, jak również w Polsce. Z tego powodu uważamy, że 2014 r. będzie charakteryzował się znaczącym spadkiem kosztu surowca dla spółek mięsnych.

Notowania pszenicy i kukurydzy na giełdzie CBOT (USD za buszel)

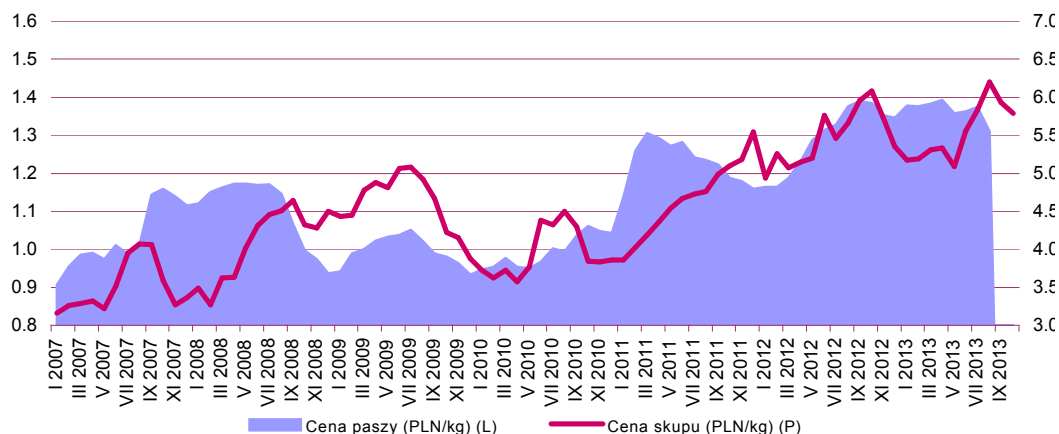


Źródło: Bloomberg

Według najnowszych kwartalnych prognoz Agencji Rynku Rolnego, cena żywca wieprzowego w grudniu 2013 r. powinna wynieść 5.5-5.8 PLN/kg, a w I kwartale 2014 r. 5.5-5.9 PLN/kg. Oznaczałoby to lekki spadek wobec poziomu 5.97 PLN/kg w sierpniu 2013 r.

Na przestrzeni lat można zauważyć tendencję, zgodnie z którą ceny surowca osiągają maksimum w III kwartale i minimum w I kwartale.

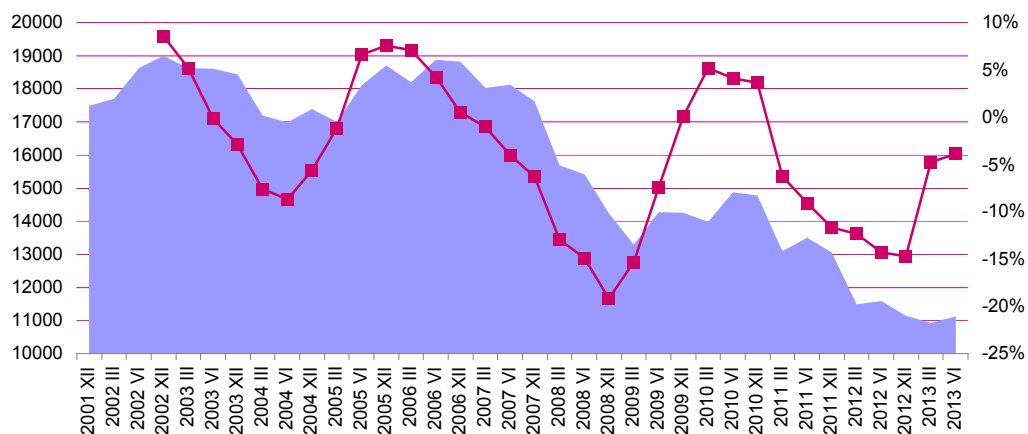
Porównanie cen skupu żywca wieprzowego i cen pasz



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny", "Rynek pasz"

Wysokie ceny pasz przełożyły się na zdecydowany spadek pogłowia trzody chlewnej. Od początku 2012 r. jego wielkość ustabilizowała się jednak na poziomie ok. 11 mln sztuk. Spadek cen zbóż powinien przełożyć się na wzrost opłacalności hodowli i stopniową odbudowę pogłowia.

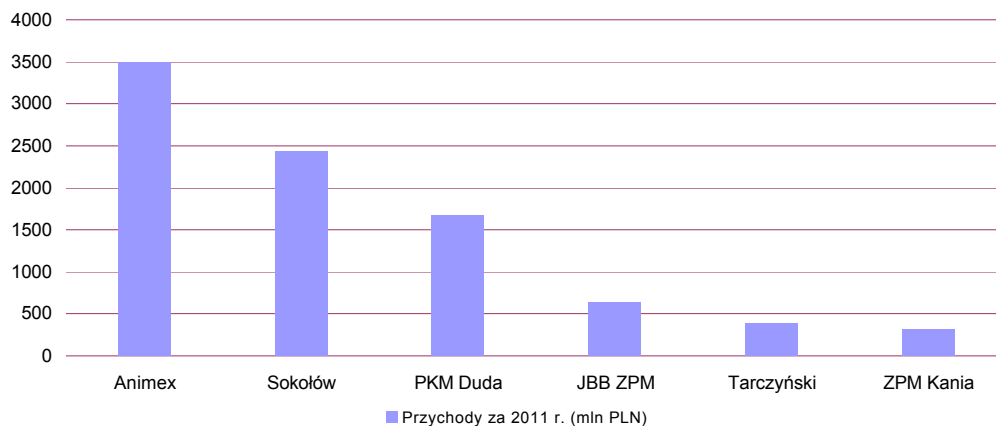
Pogłowiu trzody chlewnej (tys.) i zmiana r/r



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Rynek

Najważniejsze podmioty na polskim rynku mięsa w 2011 r.



Źródło: Tarczyński S.A.

Wzrost kosztu surowca oznaczał dwa wyjątkowo trudne lata dla branży mięsnej, co powinno przyczynić się do oczekiwanej od dawna konsolidacji sektora. Wciąż nie nastąpiła ona na dużą skalę, jednak najsilniejsze podmioty konsekwentnie zwiększają swoje udziały rynkowe, m.in. dzięki współpracy z sieciami sklepów (np. Tarczyński, Kania).

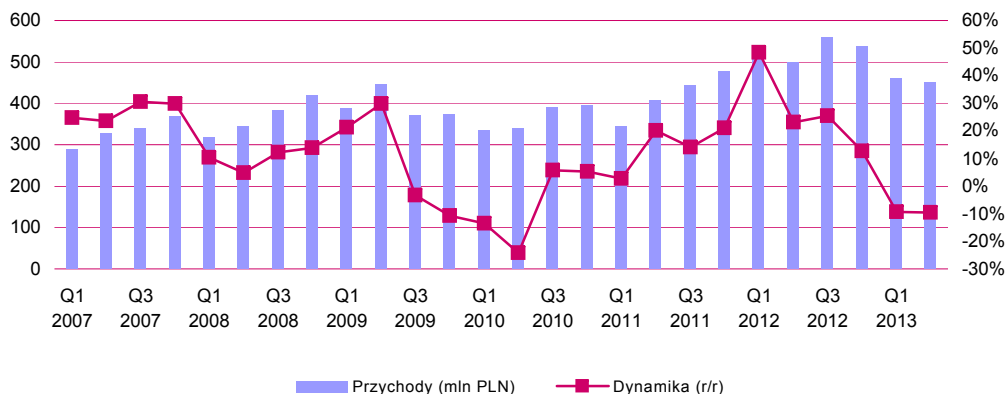
Niekwestionowanymi liderami rynku są Animex (marki Krakus, Morliny, Berlinki) i Sokół, od wielu lat należące do międzynarodowych grup kapitałowych (odpowiednio Smithfield Foods i Danish Crown). Pod względem przychodów PKM Duda jest trzecim graczem na rynku, jednak pod względem modelu biznesu różni się od liderów - nie dysponuje własną marką, zajmuje się przede wszystkim niskomargowym przetwórstwem surowca, a także handlem wyrobami mięsnymi innych producentów. PKM Duda jest również dostawcą surowca dla wielu firm nabywających surowiec z zewnątrz (np. Tarczyński, Kania).

Udział rynkowy 10 największych firm szacujemy na ok. 30%. Czołowe firmy najlepiej radzą sobie z realizacją dużych dostaw dla sieci handlowych i dlatego szybko rosnący udział handlu nowoczesnego w polskim rynku powinien oznaczać dalsze umocnienie się największych graczy. Konieczność pozyskania kapitału na zwiększanie mocy produkcyjnych była przyczyną wejścia na GPW spółek Kania i Tarczyński.

Duda

Wyniki finansowe

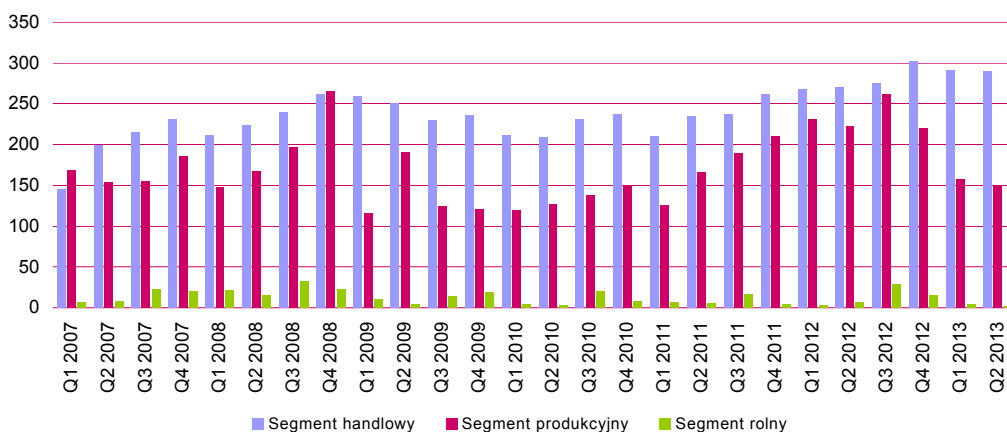
Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



Źródło: PKM Duda S.A.

Zmiana strategii w segmencie produkcyjnym przełożyła się na spadki przychodów w I półroczu. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się do końca 2013 r. - na cały rok spodziewamy się spadku przychodów o 9.0% r/r, należy przy tym pamiętać, że w 2012 r. strategia maksymalizacji wolumenów przełożyła się na dynamikę na poziomie +26.0% r/r. W kolejnych latach spodziewamy się umiarkowanych wzrostów sprzedaży rzędu ok. +3.5% r/r w najbliższych dwóch latach.

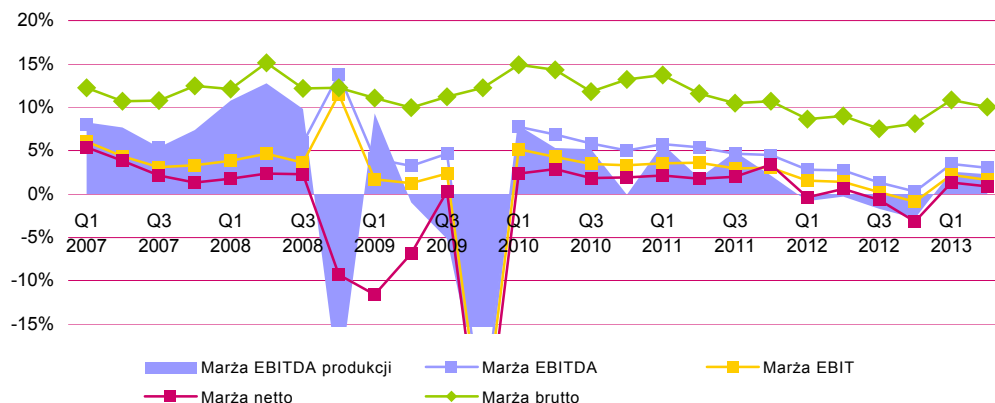
Kwartalne przychody w poszczególnych segmentach (mln PLN)



Źródło: PKM Duda S.A.

Przyczyną wahań dynamiki przychodów w ostatnich latach jest zdecydowanie segment produkcyjny. Poprzednia strategia (2011-2012) zakładała poprawę jego rentowności poprzez maksymalizację wolumenów. Od początku tego roku zmieniono podejście, co oznaczało rezygnację z kontraktów o najniższej marży.

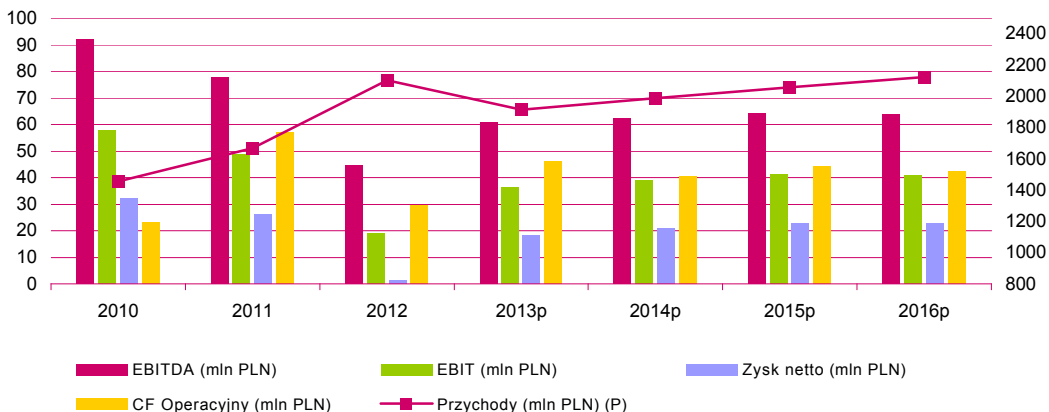
Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: PKM Duda S.A.

Zmiany wprowadzone w spółce przełożyły się na zdecydowaną poprawę marż od początku 2013 r. Oczekujemy, że tendencja ta utrzyma się w II półroczu, dzięki czemu spółka zwiększy swoją marżę netto o 1.9 p.p. r/r do 1.0%. Prognozowany na ten rok zysk netto w wysokości 18.4 mln PLN jest zdecydowanie lepszy r/r (w 2012 r. porównywalny wynik netto to 1.2 mln PLN), natomiast i tak jest znacznie słabszy od rezultatów za lata 2010-2011 - charakteryzowały się one jednak dużo korzystniejszymi cenami surowca. Oczekujemy, że w kolejnych latach spółka na trwałe powróci do zysku netto przekraczającego 20 mln PLN rocznie.

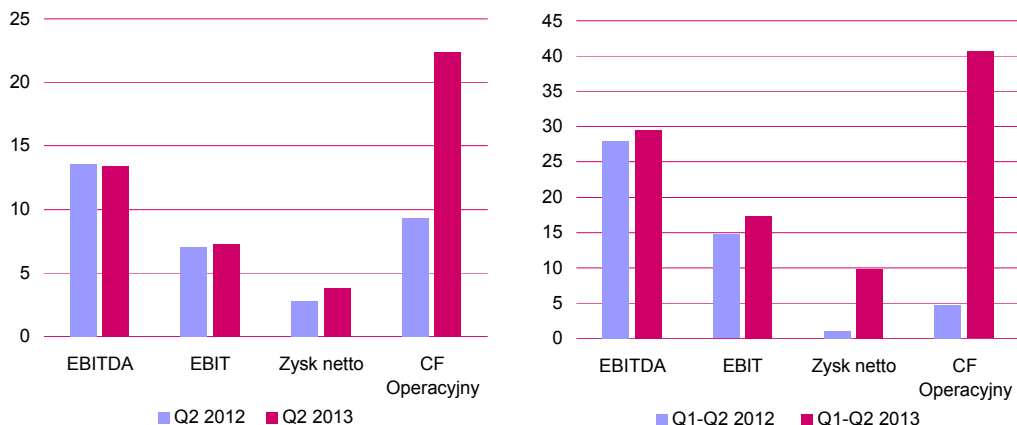
Prognozy wyników porównywalnych



Źródło: PKM Duda S.A.; dane oczyszczone z efektów zdarzeń jednorazowych

Naszym zdaniem główną przyczyną wzrostu wyników w tym roku będzie segment produkcyjny (prognozujemy 16.3 mln PLN EBITDA wobec -8.6 mln PLN rok wcześniej), natomiast spodziewamy się lekko gorszych r/r rezultatów pozostałych biznesów. Niższe przychody oznaczają możliwość uwolnienia części kapitału obrotowego i dlatego oczekujemy wysokiego CF operacyjnego, który pozwoli obniżyć poziom zadłużenia spółki.

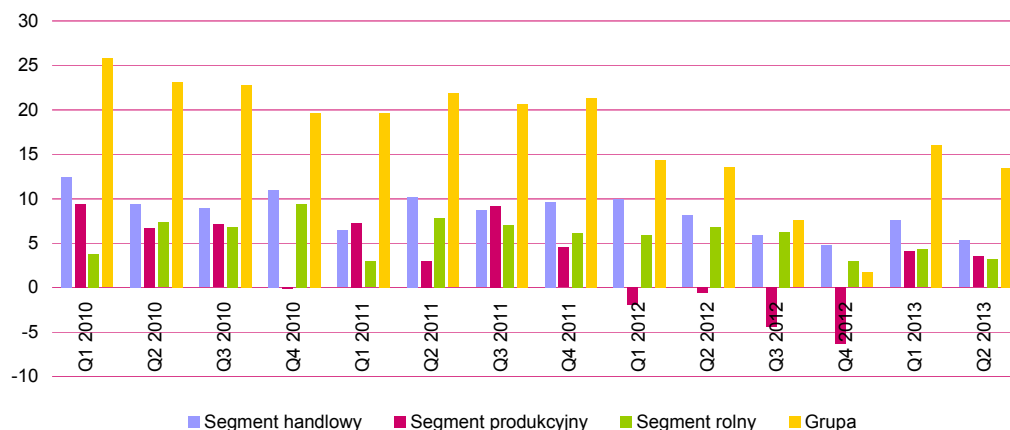
Porównanie wyników kwartalnych (mln PLN)



Źródło: PKM Duda S.A.

Na poziomie netto spółka skorzystała na obniżeniu kosztów finansowych (niższy poziom zadłużenia) oraz spadku efektywnej stopy podatkowej (wykorzystanie straty podatkowej). Oczekujemy, że na wszystkich poziomach wyniki za III i IV kwartał będą lekko lepsze w stosunku do II kwartału (ponad 4 mln PLN zysku netto w każdym z kwartałów), co pozwoli na realizację naszej prognozy 18.4 mln PLN zysku netto w całym roku.

Kontrybucja segmentów do EBITDA grupy (mln PLN)

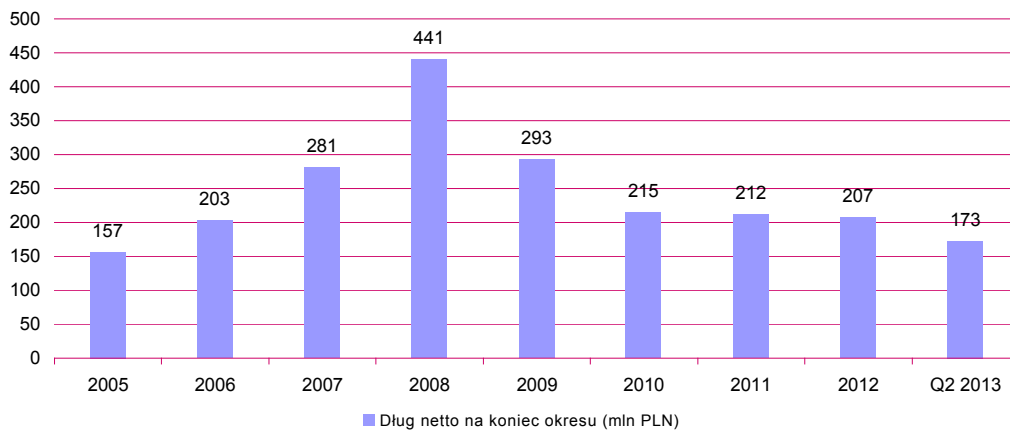


Źródło: PKM Duda S.A.

W I półroczu porównywalny EBITDA był jedynie nieznacznie lepszy r/r, jednak w ubiegłym roku wyniki mocno pogorszyły się dopiero w II połowie roku. Zmieniła się przy tym struktura rezultatów - EBITDA produkcji wzrósł o 11.5 mln PLN do 7.6 mln PLN, natomiast w pozostałych segmentach nastąpiło pogorszenie. EBITDA handlu spadł o 5.3 mln PLN do 12.8 mln PLN, a w rolnictwie o 5.0 mln PLN do 7.5 mln PLN.

Segment handlowy ucierpiał na skutek spowolnienia gospodarczego, które zmniejszyło udział w sprzedaży wysokomarżowych wędlin. W związku z tym prowadzona jest restrukturyzacja kosztów stałych, zwłaszcza w obszarach administracji i logistyki. Wzrost przychodów ma być osiągnięty dzięki zwiększeniu geograficznej skali działalności (otwarcia hurtowni) oraz rozwojowi biznesu HoReCa. W prognozach nie zakładamy jednak poprawy rezultatów segmentu w najbliższych latach, a jedynie ich stabilizację.

Poziom długi netto (mln PLN)



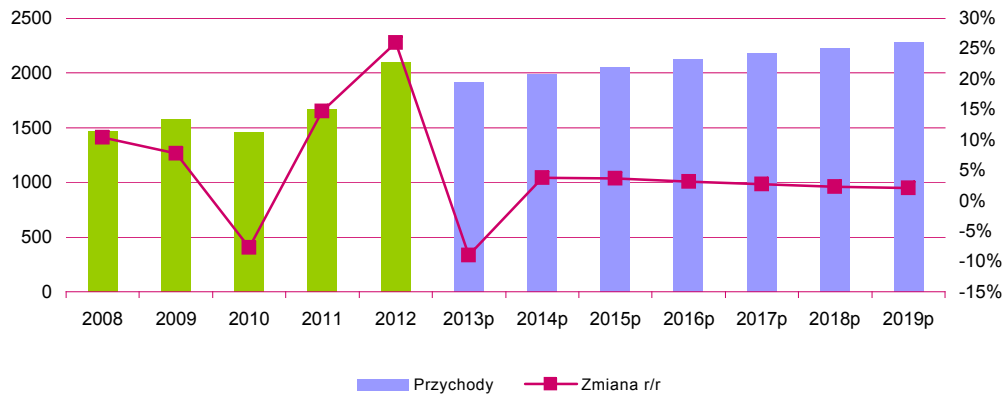
Źródło: PKM Duda S.A.

Poprawa CF operacyjnego w połączeniu z brakiem kapitałochłonnych inwestycji sprawiają, że spółka jest w stanie redukować poziom zadłużenia. W prognozach zakładamy, że ta tendencja utrzyma się również w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę niskomarżowy model biznesu grupy, jest to zresztą jeden z najważniejszych czynników poprawy wyniku netto w tym okresie.

Grupa dysponuje szeregiem nieruchomości, które mogłyby zostać sprzedane w celu spłaty kredytów (m.in. działki przy ul. Taśmowej w Warszawie, w Jaworzu, Zawierciu i Katowicach). Ewentualne wpływy mogłyby sięgnąć kilkudziesięciu mln PLN, jednak ze względu na brak konkretnych decyzji w wycenie nie zakładamy sprzedaży żadnych aktywów.

Prognozy

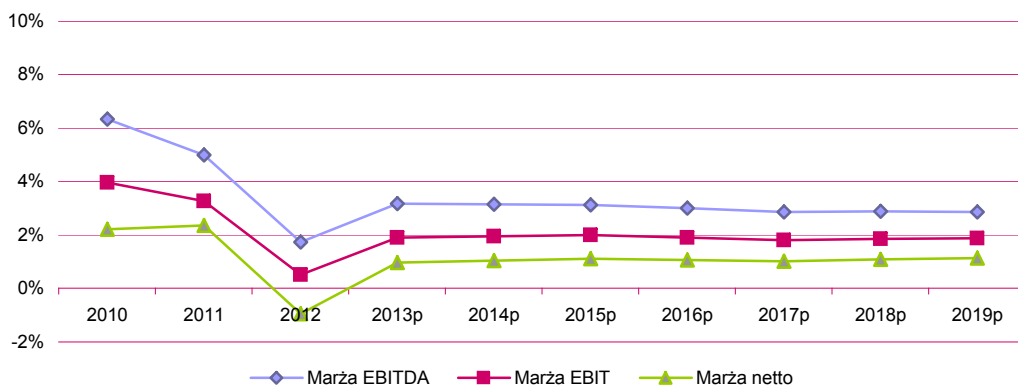
Prognoza przychodów



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

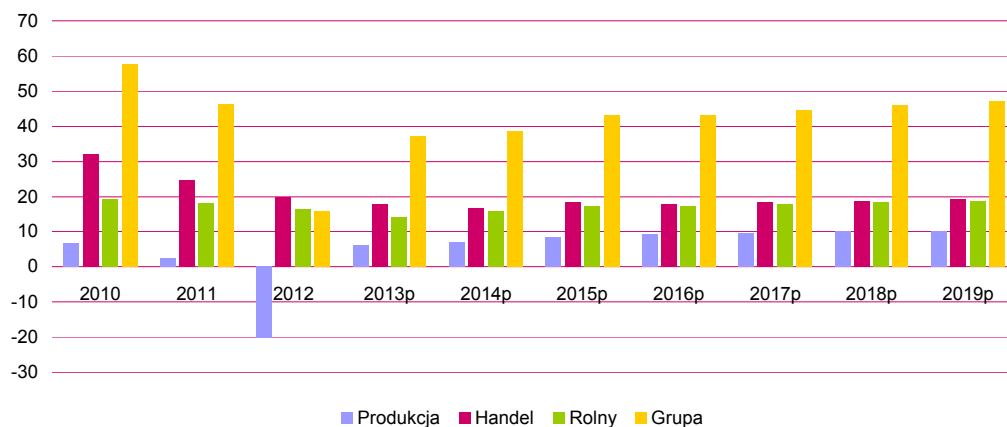
Po dwóch latach dynamicznego wzrostu sprzedaży, na ten rok zakładamy ujemną dynamikę i stabilizację przychodów w nadchodzących latach. W odniesieniu do marż, zgodnie z tendencjami z I półrocza, zakładamy znaczną poprawę w tym roku oraz stabilizację rentowności w kolejnych latach. Prognozowane rentowności są przy tym niższe niż w latach 2010-2011, co oznacza, że powrót cen surowca do poziomów z tamtego okresu otworzyłby drogę do znaczącego podwyższenia prognoz.

Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza EBIT poszczególnych segmentów (mln PLN)



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem przedstawicieli branży mięsnej. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 249 mln PLN, czyli 0.90 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 251 mln PLN (0.90 PLN na akcję). Obu metodom przypisaliśmy wagi 50% i dzięki temu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 250 mln PLN, czyli 0.90 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy dla akcji spółki rekomendację akumuluj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	249	0.90
Wycena porównawcza	251	0.90
Wycena spółki Duda	250	0.90

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2013 - 2022
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 5.0%, premia rynkowa za ryzyko równa 5.0% i współczynnik beta na poziomie 1.2 (z uwagi na wysoki poziom zadłużenia)
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2.0%
- W wycenie uwzględniamy jedynie wzrost organiczny spółki
- W segmencie produkcji na ten rok zakładamy dynamikę przychodów na poziomie -17% r/r, a w kolejnych jej stopniowy spadek z +4% r/r do 2% r/r
- Dla segmentu handlowego w tym roku spodziewamy się spadku przychodów o 3% r/r, a później stopniowego spadku dynamiki z 3% do 2% w ostatnim roku prognozy
- W związku z wysokim poziomem zadłużenia nie prognozujemy wypłat dywidendy ani skupu akcji własnych. Nie zakładamy również sprzedaży aktywów

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2022
Sprzedaż	1914.5	1986.2	2057.8	2123.0	2181.3	2230.0	2275.2	2321.3	2368.4	2416.4	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	29.5	31.5	33.3	32.9	31.9	33.7	34.5	35.3	36.2	37.0	
Amortyzacja	24.3	23.4	23.1	23.0	23.0	22.8	22.5	22.6	22.7	22.8	
Inwestycje	-17.1	-19.1	-22.1	-23.5	-23.4	-23.4	-23.7	-23.8	-23.9	-24.0	
Zmiana kap.obrotowego	3.3	-3.7	-1.7	-3.6	-1.3	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	
FCF	39.9	32.1	32.6	28.8	30.2	32.2	32.5	33.3	34.1	35.0	464.3
Zmiana FCF		-19.7%	1.6%	-11.6%	4.7%	6.6%	1.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.0%
Dług/Kapitał	41.2%	39.0%	36.9%	34.9%	33.0%	30.7%	28.4%	26.1%	23.9%	22.9%	23.9%
Stopa wolna od ryzyka	2.6%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
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	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt długu	3.6%	4.0%	4.3%	4.5%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	6.0%
Koszt kapitału	8.8%	9.2%	9.5%	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%	10.5%	10.5%	10.6%	11.2%
WACC	6.4%	6.9%	7.3%	7.6%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.1%	9.2%	9.7%
PV (FCF)	39.7	29.8	28.2	23.0	22.0	21.5	19.7	18.3	16.9	15.8	209.4
Wartość DCF (mln PLN)	444	w tym wartość rezydualna				209					
(Dług) Gotówka netto	-195										
Wycena DCF (mln PLN)	249										
Liczba akcji (mln)	278.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	0.90										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny PKM Duda na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_f rezydualna	4.0%	0.79	0.88	1.00	1.16	1.39	1.74	2.35
	4.5%	0.76	0.84	0.95	1.09	1.28	1.56	2.02
	5.0%	0.73	0.80	0.90	1.02	1.18	1.42	1.78
	5.5%	0.70	0.77	0.85	0.96	1.10	1.30	1.59
	6.0%	0.68	0.74	0.81	0.91	1.03	1.20	1.44

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 0.90 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki działające w branży mięsnej. Wartość spółki Duda oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Tarczyński	TAR	PL	7.9	7.6	6.6	11.1	10.7	9.4	11.6	11.0	9.3
Hormel Foods Co	HRL	US	11.7	10.2	9.8	13.8	11.9	11.0	21.2	18.4	16.9
Maple Leaf Foods	MFI	CA	10.1	6.8	5.5	19.7	9.6	4.5	37.4	12.7	8.9
Smithfield Foods	SFD	US	7.6	6.9		11.3	10.8		12.8	11.0	
Pilgrim's Pride Co	PPC	US	6.2	6.0	8.4	8.9	9.8	5.5	7.6	7.8	14.5
Harboes Bryggeri	HARBB	DE	6.3	5.3	4.5	22.7	14.8	9.9	24.4	13.3	8.6
Campofrio Food	CFG	SP	6.3	5.6	5.1	10.4	8.9	8.1	19.0	12.7	10.1
Atria Plc	ATRAV	FI	6.5	6.1	5.8	15.4	13.1	12.0	13.1	9.3	8.2
Ter Beke N.V.	TERB	BE	4.8	4.2	4.0	10.4	8.1	7.2	11.7	8.5	8.2
Hillshire Brands	HSH	US	8.4	8.2	7.6	12.3	11.6	10.2	18.0	17.3	15.0
Kerry Group Plc-A	KYG	IR	12.7	11.7	10.5	15.7	14.3	13.0	17.7	15.7	13.9
Cranswick Plc	CWK	GB	8.3	8.0	7.6	10.7	10.3	9.8	13.7	13.0	12.2
Mediana			7.6	6.8	6.7	12.3	10.8	9.9	17.7	12.7	11.1
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		195.3	60.7	62.3	64.2	36.4	38.9	41.2	18.4	20.9	22.9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			265	227	234	251	227	210	326	264	256

Wycena 251

Wycena na 1 akcję 0.90

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 0.90 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
przychody netto	1 463.1	1 576.5	1 455.3	1 670.0	2 104.1	1 914.5	1 986.2	2 057.8	2 123.0
koszty wytworzenia	1 274.9	1 401.7	1 259.3	1 478.0	1 930.0	1 733.9	1 796.9	1 859.7	1 916.8
zysk brutto na sprzedaży	188.2	174.8	196.0	191.9	174.1	180.7	189.3	198.0	206.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	145.5	153.2	151.2	159.3	162.2	148.1	151.4	162.2	171.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	47.5	-229.3	12.9	16.0	-0.9	3.8	1.0	5.4	5.5
EBITDA	124.7	-172.7	92.2	83.5	36.7	60.7	62.3	64.2	63.7
EBIT	90.1	-207.7	57.8	54.4	11.1	36.4	38.9	41.2	40.7
saldo finansowe	-99.9	-119.9	-22.0	-11.9	-19.3	-14.8	-14.1	-13.5	-12.9
zysk przed opodatkowaniem	-9.8	-327.6	38.7	42.5	-8.2	21.7	24.8	27.6	27.7
podatek dochodowy	6.6	-20.0	6.3	3.3	11.7	3.2	4.0	4.7	5.0
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
zysk netto	-16.6	-307.8	32.1	39.3	-19.9	18.4	20.9	22.9	22.8
EPS	-0.17	-1.36	0.10	0.14	-0.07	0.07	0.08	0.08	0.08

Bilans (mln PLN)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	721.9	547.5	516.8	498.3	476.5	488.4	498.9	512.1	526.4
wartości niematerialne i prawne	158.8	109.1	101.6	100.4	100.1	97.1	95.7	94.3	92.9
rzeczowe aktywa trwałe	434.1	390.1	353.0	335.9	325.9	311.3	304.1	299.8	298.8
inwestycje długoterminowe	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
aktywa obrotowe	377.1	216.9	267.6	266.3	268.1	262.2	268.6	275.4	280.3
zapasy	136.5	66.9	41.9	45.5	38.3	42.1	45.7	47.3	51.0
należności	220.1	127.5	111.8	152.7	164.8	147.4	152.9	158.4	163.5
inwestycje krótkoterminowe	20.1	27.2	42.8	20.5	13.9	22.6	20.9	21.5	18.8
rozliczenia międzyokresowe	0.4	22.0	71.1	47.7	51.1	50.1	49.1	48.1	47.1
aktywa razem	1 098.9	764.4	784.4	764.6	744.6	750.6	767.5	787.5	806.7
kapitał własny	380.2	257.0	309.5	348.2	327.1	345.5	366.4	389.3	412.1
zobowiązania	717.4	506.0	478.2	419.7	421.2	405.1	401.1	398.2	394.6
zobowiązania długoterminowe	155.1	114.4	205.6	183.0	139.1	136.7	132.5	128.7	124.9
zobowiązania krótkoterminowe	521.8	391.6	267.7	231.9	277.5	263.9	264.2	265.0	265.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	2.5	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
pasywa razem	1 097.6	763.0	784.4	764.6	744.6	750.6	767.5	787.5	806.7
BVPS	3.91	1.14	1.00	1.25	1.18	1.24	1.32	1.40	1.48

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
wynik netto	-16.6	-307.8	32.1	39.3	-19.9	18.4	20.9	22.9	22.8
amortyzacja	34.6	35.0	34.4	29.1	25.6	24.3	23.4	23.1	23.0
zmiana kapitału obrotowego	-96.2	-99.1	45.9	13.9	-34.3	25.5	1.0	-0.5	-5.5
gotówka z działalności operacyjnej	-5.8	78.4	23.1	57.1	29.7	45.9	40.5	44.3	42.2
inwestycje (capex)	0.0	0.0	-23.7	-24.4	-20.5	-17.1	-19.1	-22.1	-23.5
gotówka z działalności inwestycyjnej	-112.2	-19.4	13.9	11.5	-7.7	-17.1	-19.1	-22.1	-23.5
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	88.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	131.2	-16.4	-61.8	-22.1	-8.1	-3.5	-7.0	-6.1	-6.3
gotówka z działalności finansowej	109.8	-49.3	-21.5	-90.9	-28.5	-20.2	-23.1	-21.7	-21.3
zmiana gotówki netto	-8.3	9.8	15.5	-22.3	-6.5	8.7	-1.7	0.5	-2.7
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	0.18	-1.21	0.22	0.25	0.02	0.15	0.16	0.17	0.16
FCFPS	0.90	-1.14	0.49	0.42	0.14	0.35	0.27	0.28	0.27

Wskaźniki (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży	10%	8%	-8%	15%	26%	-9%	4%	4%	3%
zmiana EBITDA	52%	-239%	-153%	-9%	-56%	65%	3%	3%	-1%
zmiana EBIT	65%	-330%	-128%	-6%	-80%	229%	7%	6%	-1%
zmiana zysku netto	-141%	1756%	-110%	22%	-151%	-193%	13%	10%	-1%
marża EBITDA	8.5%	-11.0%	6.3%	5.0%	1.7%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%
marża EBIT	6.2%	-13.2%	4.0%	3.3%	0.5%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
marża netto	-1.1%	-19.5%	2.2%	2.4%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
sprzedaż/aktywa (x)	1.3	2.1	1.9	2.2	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
dług / kapitał (x)	1.2	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
odsetki / EBIT	1.2	-0.6	0.4	0.2	1.7	0.5	0.4	0.4	0.4
stopa podatkowa	-69%	6%	17%	8%	-141%	15%	16%	17%	18%
ROE	-4.4%	-119.8%	10.4%	11.3%	-6.1%	5.3%	5.7%	5.9%	5.5%
ROA	-1.5%	-40.3%	4.1%	5.1%	-2.7%	2.5%	2.7%	2.9%	2.8%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-442.2	-300.0	-215.3	-211.6	-207.5	-195.3	-190.0	-183.3	-179.7

Źródło: prognozy Millennium DM

Tarczyński

Model biznesu

Strategia spółki oparta jest na segmencie premium i nowoczesnym kanale dystrybucji, a horyzont strategii to lata 2013-2015. W 2012 r. wyroby premium wygenerowały ok. 60% przychodów, natomiast sieciowy kanał dystrybucji odpowiadał za 27.7% sprzedaży. Ze względu na koncentrację na wyrobach wysokomarżowych kluczową rolę odgrywają marki - wiodącą jest oczywiście Tarczyński, razem z zakładami produkcyjnymi w Sławie i Bielsku-Białej zostały również przejęte Dobrośława i Starpeck.

Najważniejszymi pozycjami asortymentu spółki są kabanosy i wędliny. Według danych GfK Polonia w 2012 r. Tarczyński był liderem rynku kabanosów w Polsce z wartościowym udziałem 12.4% (dwóch następnych graczy dysponowało udziałami 11.7% i 10.3%). Wartość badanego rynku (tylko gospodarstwa domowe) w ubiegłym roku wyniosła 417.1 mln PLN (+13.7% r/r).

Grupa nabywa cały wykorzystywany surowiec z zewnątrz, w Polsce i za granicą, nie ma przy tym planów budowy własnego zaplecza surowcowego. 80% wyrobów wytwarzanych jest z mięsa wieprzowego, a pozostała część przede wszystkim z drobiu.

Moce produkcyjne

Głównym powodem debiutu giełdowego spółki w czerwcu 2013 r. była konieczność pozyskania środków na rozbudowę mocy produkcyjnych, a konkretnie głównego zakładu w Ujeźdźcu Małym. Grupa obecnie dysponuje 3 zakładami:

- ❑ Ujeździec Mały - budowę spółka rozpoczęła w 2006 r., a jego uruchomienie nastąpiło rok później. Jest to najważniejszy zakład należący do spółki, jest przy tym jednym z najnowocześniejszych takich obiektów w Polsce. Specjalizuje się w produkcji kabanosów oraz wyrobów suchych i dojrzewających. Dobbowe moce produkcyjne to 70 ton (w tym 50 ton przetworów), ich wykorzystanie sięga 95%
- ❑ Sława - zakład wytwarza kielbasy i wędzonki, dobbowe moce produkcyjne wynoszą 40 ton (w tym 30 ton przetworów)
- ❑ Bielsko-Biała - produkcja wyrobów wędzonych i szynek, dobbowa wydajność to 30 ton przetworów.

Stoień wykorzystania łącznych mocy produkcyjnych spółki to ok. 70%.

Inwestycje

Dynamiczny rozwój grupy wymaga ciągłych inwestycji w nowe moce produkcyjne. W 2010 r. Tarczyński przejął za 20.8 mln PLN firmę Starpeck wraz z zakładem w Bielsku-Białej. W kolejnym roku spółka rozpoczęła realizację programu inwestycyjnego o wartości 66.5 mln PLN:

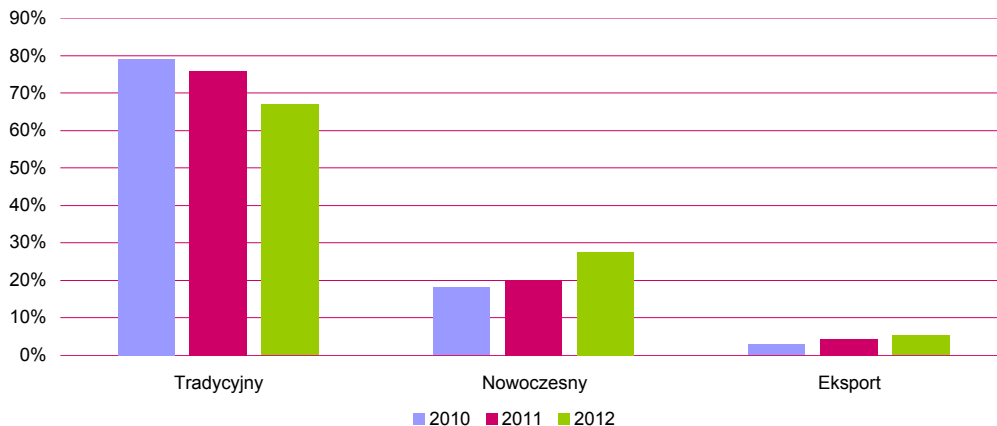
- ❑ 65 mln PLN na rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu Małym (wzrost mocy produkcyjnych szacowany na +40%) - zakończenie planowane na październik 2014 r. Powierzchnia dobbudowywanej hali wynosi 14 tys. m², na inwestycje przeznaczono dotychczas 14.2 mln PLN. 40.0 mln PLN ma pochodzić z emisji, 14.5 mln PLN z dotacji ARiMR oraz 10.5 mln PLN ze środków własnych
- ❑ 1.5 mln PLN wydano w 2013 r. na modernizację zakładu w Sławie.

Dzięki emisji akcji spółka pozyskała 42.5 mln PLN netto.

Kanały dystrybucji

Oprócz umacniania pozycji w segmencie wyrobów premium, drugim celem strategii jest zwiększenie udziału sieci handlowych w przychodach. W 2012 r. wyniósł on 27.7% wobec 67% sprzedaży do kanału tradycyjnego, co oznacza konieczność dużych zmian struktury przychodów, ponieważ w dalszej perspektywie kanał nowoczesny powinien być głównym obszarem działalności Tarczyńskiego.

Struktura kanałów dystrybucji



Źródło: Tarczyński S.A.

Zwiększanie udziału sprzedaży do sieci będzie odbywało się również poprzez zdobywanie nowych klientów, co powinno być jednym z głównych powodów zwiększania skali działalności. W marcu 2013 r. spółka podpisała pierwszą umowę z siecią Lidl. Do połowy czerwca wartość dostaw wyniosła prawie 11 mln PLN. W 2013 r. Tarczyński rozpoczął też współpracę z siecią Żabka.

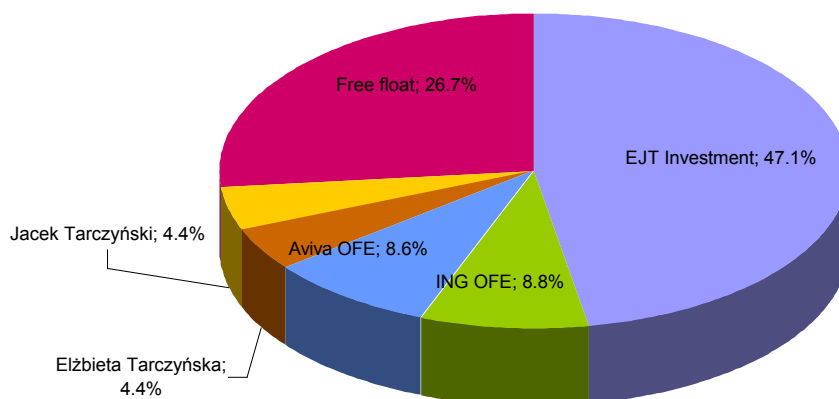
Najważniejszymi odbiorcami wyrobów spółki są następujące podmioty:

- kanał tradycyjny - Staropolskie Wędliny (7.3%), Duda - segment hurtowy (5.1%)
- kanał nowoczesny - Real (6.6%), Tesco (5.8%), Piotr i Paweł (5.1%), Makro, Kaufland
- najważniejszymi kierunkami eksportu są Niemcy, Anglia, Holandia.

Warto zauważyć, że produkty spółki nie są obecne w sieci Biedronka.

Akcjonariat

Struktura akcjonariatu



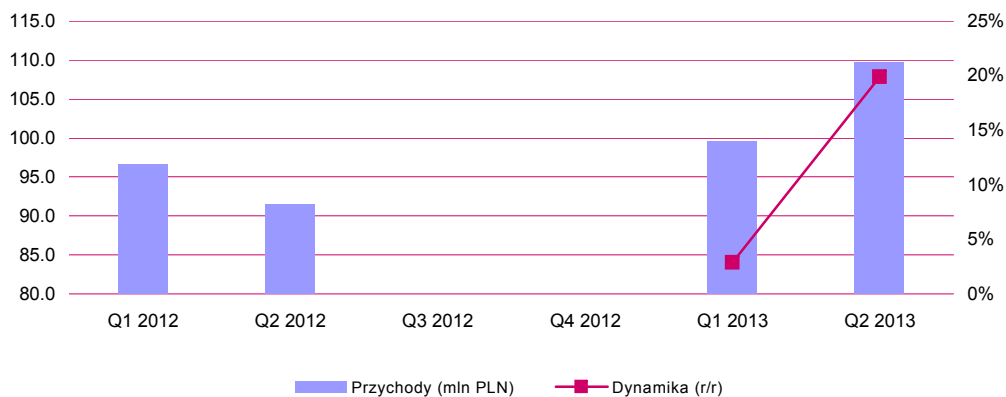
Źródło: Tarczyński S.A.

Głównymi akcjonariuszami spółki są jej założyciele, Elżbieta i Jacek Tarczyńscy (lock-up obowiązuje przez 360 dni po IPO). Oprócz tego udziałem przekraczającym 5% głosów dysponują Aviva OFE oraz ING OFE.

Wyniki finansowe

Spółka opublikowała pierwszy raport kwartalny za I kwartał 2013 r. i dlatego dane III i IV kwartał 2012 r. nie są dostępne.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r

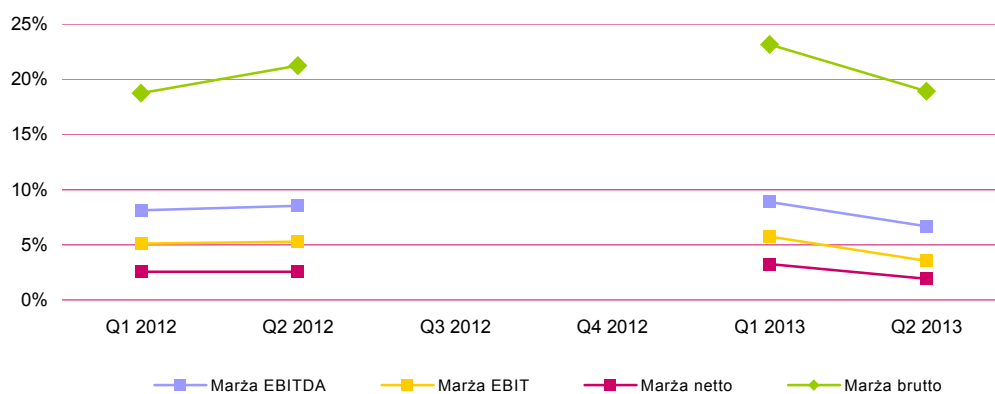


Źródło: Tarczyński S.A.

Znaczna poprawa dynamiki przychodów w II kwartale wynikała m.in. z rozpoczęcia dostaw dla nowych klientów - sieci Lidl i Żabka. W II półroczu spodziewamy się dynamiki na poziomie +15.3% r/r, co oznacza wzrost sprzedaży w całym roku o 13.3% r/r. Biorąc pod uwagę, że wykorzystanie mocy produkcyjnych to teraz ok. 70%, naszym zdaniem w tym roku ich brak nie powinien mieć jeszcze negatywnego wpływu na dynamikę.

Sezonowość przychodów spółki jest niewielka, w ciągu roku występują jednak szczyty sprzedaży, jak np. Wielkanoc. Segment premium w ubiegłym roku odpowiadał za 60% przychodów, w związku ze strategią spółki ich udział w kolejnych latach powinien być wyższy.

Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



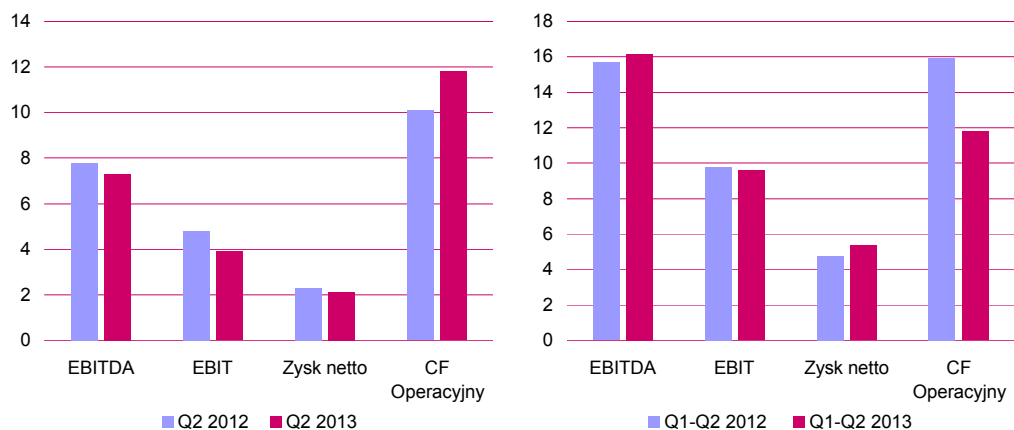
Źródło: Tarczyński S.A.

II kwartał charakteryzował się marżami dużo słabszymi kw/kw. Głównym powodem były wysokie ceny surowca, które przełożyły się na marżę brutto niższą o 2.3 p.p. r/r (w I kwartale +4.4 p.p. r/r). W I półroczu koszty sprzedaży i ogólnego zarządu okazały się wyższe o 24% r/r (6.7 mln PLN), co ma związek z kosztami kampanii marketingowej i wejściem do nowych sieci.

Wzmocnienie pozycji na rynku wyrobów premium ma zostać osiągnięte głównie przez intensywne działania marketingowe, takie jak telewizyjna kampania reklamowa w marcu i czerwcu 2013 r. - jej koszt w wynikach za I półrocze wyniósł ponad 2 mln PLN.

W II półroczu spodziewamy się stabilizacji marży brutto na poziomie nieznacznie powyżej 19% w związku ze stopniowym przełożeniem kosztu surowca na klientów. Zakładamy też nieznacznie niższe niż w I półroczu koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (o 2.4 mln PLN), ponieważ nie oczekujemy w tym roku kolejnej kampanii reklamowej w telewizji.

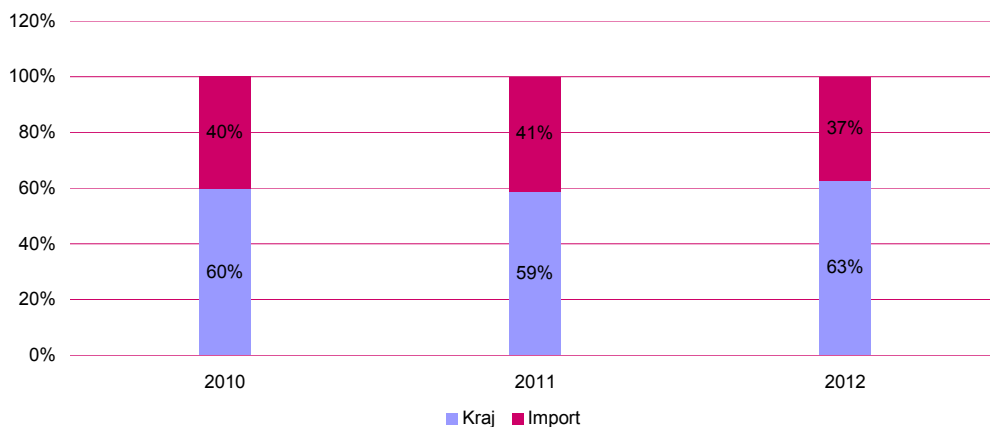
Porównanie wyników kwartalnych i półrocznych (mln PLN)



Źródło: Tarczyński S.A.

Na II półrocze prognozujemy zysk netto równy 5.7 mln PLN wobec 6.0 mln PLN rok wcześniej, co oznacza spadek marży netto o 0.5 p.p. r/r do 2.5%, a marży EBIT o 0.8 p.p. r/r do 5.0%. Niewielkie pogorszenie wyniku przede wszystkim z mniej korzystnych cen surowca.

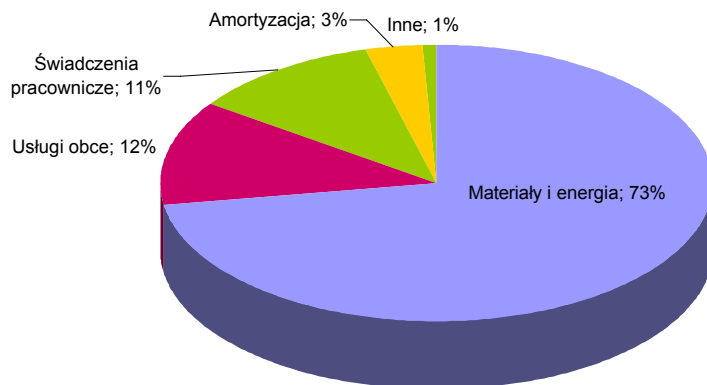
Struktura dostaw surowca



Źródło: Tarczyński S.A.

W zależności od relacji zagranicznych i krajowych cen surowca spółka kształtuje strukturę zakupów. Zagraniczny surowiec pochodzi głównie z Niemiec, Danii i Holandii. Wyłącznie w Polsce nabywany jest surowiec drobiowy (ok. 20% ogółu surowca).

Struktura kosztów rodzajowych w 2012 r.



Źródło: Tarczyński S.A.

Koszty surowca stanowią ok. 65% ogółu wydatków i dlatego jego ceny mają kluczowe znaczenie dla rentowności.

Poziom długu netto

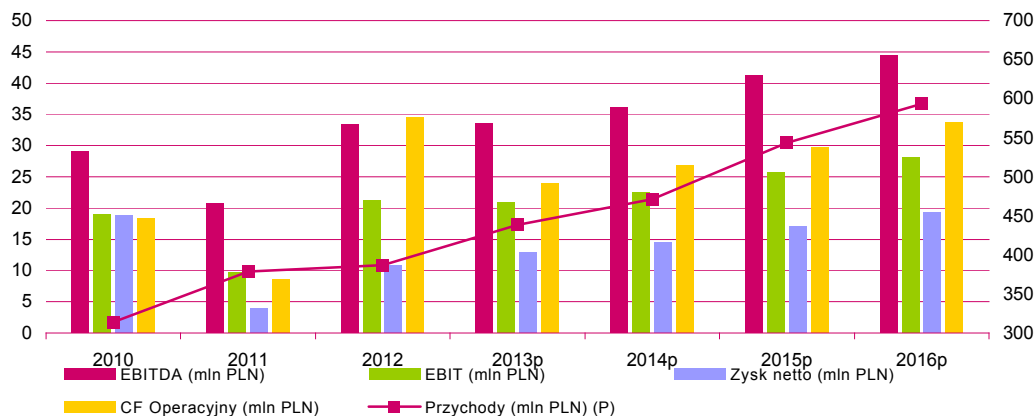


Źródło: Tarczyński S.A.

Umocnienie pozycji rynkowej wymagało dodawania mocy produkcyjnych, co dotychczas było finansowane długiem. Ze względu na osiągnięcie wysokiego poziomu zadłużenia (dług netto/EBITDA przekracza 2) środki na trwającą rozbudowę zostały pozyskane dzięki IPO.

Prognozy

Prognoza wyników rocznych

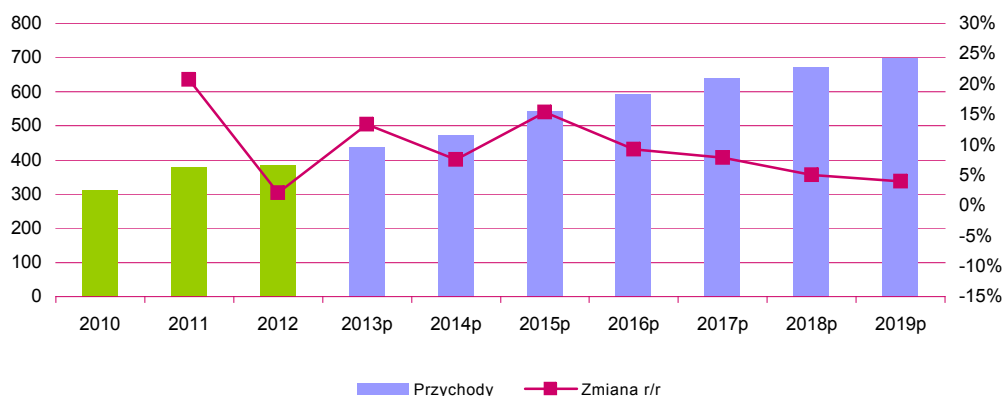


Źródło: Tarczyński S.A.; dane oczyszczone z efektów zdarzeń jednorazowych

W poprzednich latach wahania dynamiki przychodów wynikały przede wszystkim ze zwiększania mocy produkcyjnych - wzrost o ponad 20% w 2011 r. był efektem przejęcia zakładu w Bielsku-Białej. Na cały rok oczekujemy wzrostu przychodów o 13.3% r/r, co oznacza, że w II półroczu dynamika powinna ukształtować się na poziomie +15.3% r/r wobec +11.2% r/r w I półroczu. Z uwagi na wyczerpujące się wolne moce produkcyjne w przyszłym roku spodziewamy się wzrostu sprzedaży o jedynie 7.6% r/r. Zakończenie rozbudowy zakładu planowane jest na początek IV kwartału 2014 r. i dlatego spodziewamy się szybszego tempa wzrostu przychodów dopiero w 2015 r. (+15.3% r/r), gdy naszym zdaniem sprzedaż przekroczy poziom 500 mln PLN.

W 2014 r. oczekujemy kontynuacji stopniowej poprawy rezultatów. Ze względu na duże wykorzystanie mocy dynamika sprzedaży może wyhamować, jednak ceny surowca powinny się ustabilizować. Uruchomienie rozbudowanego zakładu powinno przełożyć się na wzrost dynamiki przychodów w 2015 r. (+15.3% r/r) oraz szybszą poprawę wyników.

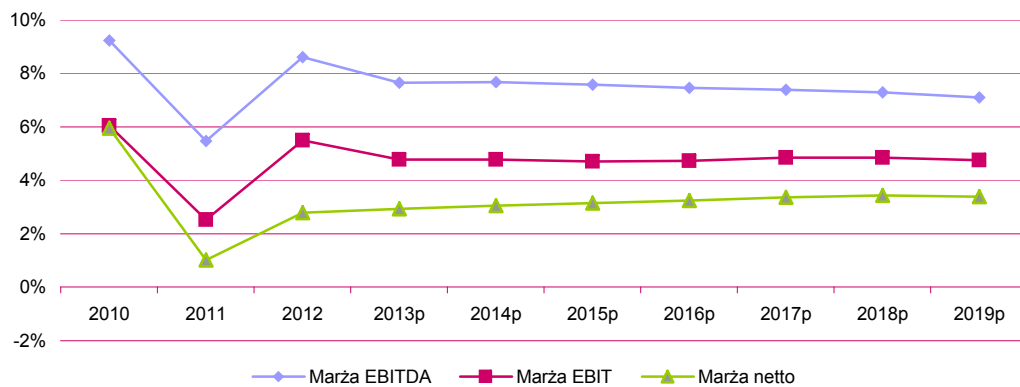
Prognoza przychodów



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W wycenie zakładamy, że wyniki spółki będą poprawiały się dzięki coraz większej sprzedaży przy utrzymaniu rentowności. Ewentualne trwałe spadki cen surowca mogłyby przyczynić się do wzrostu marż oraz podwyższenia prognoz.

Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem przedstawicieli branży mięsnej. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 236 mln PLN, czyli 20.8 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 184 mln PLN (16.2 PLN na akcję). Obu metodom przypisaliśmy wagi 50% i dzięki temu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 210 mln PLN, czyli 18.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy dla akcji spółki rekomendację kupuj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	236	20.8
Wycena porównawcza	184	16.2
Wycena spółki Tarczyński	210	18.5

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2013 - 2022
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 5.0%, premia rynkowa za ryzyko równa 5.0% i współczynnik beta na poziomie 1.1
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2.0%
- Ze względu na prowadzone inwestycje nie prognozujemy wypłat dywidendy ani skupu akcji własnych

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2022	
Sprzedaż	438.1	471.4	543.6	593.6	640.5	672.5	699.4	720.4	734.8	749.5		
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		
EBIT (1-T)	16.9	18.3	20.8	22.7	25.1	26.4	26.9	27.8	28.4	28.9		
Amortyzacja	12.6	13.6	15.6	16.3	16.3	16.4	16.4	16.5	16.6	16.7		
Inwestycje	-23.9	-35.7	-23.2	-16.8	-16.7	-17.0	-17.6	-17.7	-17.8	-17.9		
Zmiana kap.obrotowego	-1.6	-1.2	-3.0	-1.8	-0.8	0.3	0.8	1.2	1.7	1.7		
FCF	4.0	-5.0	10.2	20.5	23.9	26.2	26.5	27.8	28.8	29.5	417.5	
Zmiana FCF	-	-		101.1%	17.1%	9.2%	1.5%	4.8%	3.6%	2.2%	2%	
Dług/Kapitał	56.1%	50.9%	45.4%	40.2%	35.7%	31.5%	28.2%	25.5%	23.0%	20.9%	23.0%	
Stopa wolna od ryzyka	2.6%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%	5.0%	
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
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	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
Koszt długu	3.6%	4.0%	4.3%	4.5%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	6.0%	
Koszt kapitału	8.1%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.5%	9.6%	9.8%	9.8%	9.9%	10.5%	
WACC	5.2%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.7%	9.2%	
PV (FCF)	4.0	-4.7	8.9	16.6	17.8	17.8	16.4	15.6	14.7	13.7	193.8	
Wartość DCF (mln PLN)	315	w tym wartość rezydualna					194					
(Dług) Gotówka netto	-79											
Wycena DCF (mln PLN)	236											
Liczba akcji (mln)	11.3											
Wycena 1 akcji (PLN)	20.8											

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny PKM Duda na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_r rezydualna	4.0%	18.3	20.5	23.4	27.4	33.3	42.7	60.7
	4.5%	17.5	19.5	22.0	25.4	30.3	37.7	50.7
	5.0%	16.8	18.6	20.8	23.7	27.8	33.8	43.6
	5.5%	16.2	17.7	19.7	22.3	25.8	30.8	38.5
	6.0%	15.6	17.0	18.8	21.1	24.1	28.3	34.5

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 20.8 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki działające w branży mięsnej. Wartość spółki Tarczyński oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Duda	DUD	PL	6.5	6.4	6.0	10.8	10.4	9.4	10.8	10.0	8.4
Hormel Foods Co	HRL	US	11.7	10.2	9.8	13.8	11.9	11.0	21.2	18.4	16.9
Maple Leaf Foods	MFI	CA	10.1	6.8	5.5	19.7	9.6	4.5	37.4	12.7	8.9
Smithfield Foods	SFD	US	7.6	6.9		11.3	10.8		12.8	11.0	
Pilgrim's Pride Co	PPC	US	6.2	6.0	8.4	8.9	9.8	5.5	7.6	7.8	14.5
Harboes Bryggeri	HARBB	DE	6.3	5.3	4.5	22.7	14.8	9.9	24.4	13.3	8.6
Campofrio Food	CFG	SP	6.3	5.6	5.1	10.4	8.9	8.1	19.0	12.7	10.1
Atria Plc	ATRAV	FI	6.5	6.1	5.8	15.4	13.1	12.0	13.1	9.3	8.2
Ter Beke N.V.	TERB	BE	4.8	4.2	4.0	10.4	8.1	7.2	11.7	8.5	8.2
Hillshire Brands	HSH	US	8.4	8.2	7.6	12.3	11.6	10.2	18.0	17.3	15.0
Kerry Group Plc-A	KYG	IR	12.7	11.7	10.5	15.7	14.3	13.0	17.7	15.7	13.9
Cranswick Plc	CWK	GB	8.3	8.0	7.6	10.7	10.3	9.8	13.7	13.0	12.2
Mediana			7.6	6.8	6.7	12.3	10.8	9.9	17.7	12.7	11.1
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		78.7	33.5	36.2	41.2	20.9	22.6	25.6	12.9	14.4	17.1
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			175	166	197	177	166	174	228	183	191

Wycena **184**

Wycena na 1 akcję **16.2**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 16.2 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
przychody netto	313.8	378.8	386.7	438.1	471.4	543.6	593.6
koszty wytworzenia	251.2	311.6	309.5	350.5	375.3	431.1	471.3
zysk brutto na sprzedaży	62.6	67.2	77.2	87.6	96.2	112.5	122.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	35.1	48.1	45.3	67.6	73.8	88.3	95.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	2.5	1.8	0.9	0.9	0.2	1.4	1.5
EBITDA	29.0	20.7	33.3	33.5	36.2	41.2	44.4
EBIT	19.0	9.6	21.2	20.9	22.6	25.6	28.1
saldo finansowe	-4.0	-4.9	-7.1	-5.7	-5.4	-5.0	-4.6
zysk przed opodatkowaniem	10.1	10.1	7.9	15.2	17.2	20.6	23.4
podatek dochodowy	-3.6	0.8	3.3	2.3	2.7	3.5	4.2
korekty udziałów mniejszościowych	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
zysk netto	18.7	3.9	10.8	12.9	14.4	17.1	19.2
EPS	1.64	0.34	0.95	1.14	1.27	1.51	1.69

Bilans (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	147.7	156.4	155.0	132.1	157.5	168.2	171.6
wartości niematerialne i prawne	2.0	4.8	4.8	4.6	4.3	4.1	3.9
rzeczowe aktywa trwałe	137.4	142.6	142.1	139.8	151.1	173.2	180.8
inwestycje długoterminowe	8.2	8.9	8.0	7.6	7.2	6.9	6.5
aktywa obrotowe	62.5	100.3	81.4	123.9	111.0	120.0	136.3
zapasy	16.4	25.2	22.7	26.3	28.8	33.2	36.8
należności	39.5	67.4	51.6	57.0	60.3	68.5	73.6
inwestycje krótkoterminowe	2.8	2.4	1.0	34.8	16.3	13.0	20.9
rozliczenia międzyokresowe	3.8	5.3	6.2	5.9	5.6	5.3	5.0
aktywa razem	210.2	256.6	236.4	256.0	268.4	288.1	308.0
kapitał własny	80.9	90.8	65.1	83.0	97.4	114.5	133.8
zobowiązania	129.2	165.8	171.3	173.0	171.0	173.6	174.2
zobowiązania długoterminowe	72.9	77.0	77.1	74.3	71.0	67.5	64.3
zobowiązania krótkoterminowe	56.4	88.8	94.2	96.1	97.5	103.6	107.4
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	2.6	2.5	2.5	2.5
pasywa razem	210.2	256.6	236.4	256.0	268.4	288.1	308.0
BVPS	7.13	8.00	5.74	7.31	8.59	10.10	11.79

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
wynik netto	18.7	3.9	10.8	12.9	14.4	17.1	19.2
amortyzacja	10.0	11.1	12.0	12.6	13.6	15.6	16.3
zmiana kapitału obrotowego	0.0	-7.9	-16.9	-5.0	2.4	-2.8	-4.2
gotówka z działalności operacyjnej	18.3	8.6	34.4	23.8	26.8	29.7	33.7
inwestycje (capex)	-29.5	-17.6	-9.7	-23.9	-35.7	-23.2	-16.8
gotówka z działalności inwestycyjnej	-28.7	-13.1	-9.1	-23.9	-35.7	-23.2	-16.8
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	42.5	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	10.1	5.6	19.1	-2.5	-3.7	-4.3	-3.8
gotówka z działalności finansowej	10.4	4.1	-26.7	33.8	-9.6	-9.8	-9.0
zmiana gotówki netto	0.0	-0.4	-1.4	33.8	-18.5	-3.3	7.9
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	2.53	1.32	2.01	2.24	2.47	2.88	3.13
FCFPS	5.56	2.53	1.86	4.34	6.22	5.04	4.57

Wskaźniki (%)

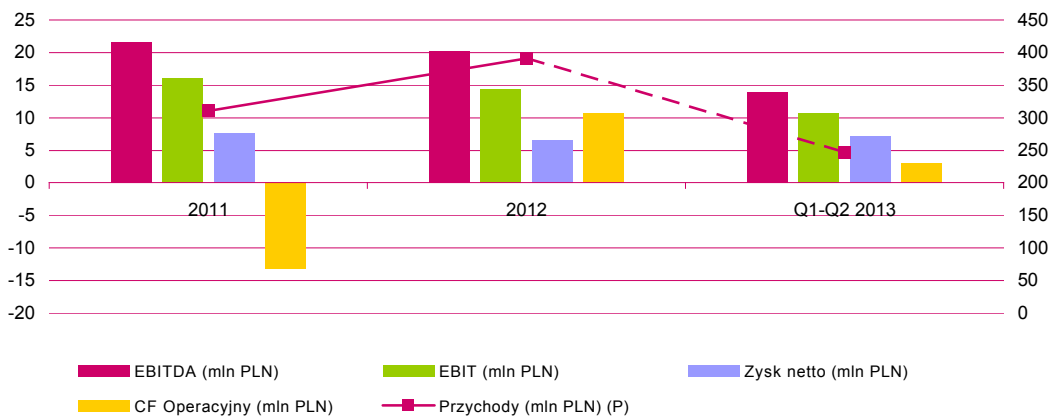
	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży	0%	21%	2%	13%	8%	15%	9%
zmiana EBITDA	0%	-28%	60%	1%	8%	14%	8%
zmiana EBIT		-49%	121%	-2%	8%	14%	10%
zmiana zysku netto		-79%	180%	19%	12%	19%	12%
marża EBITDA	9.2%	5.5%	8.6%	7.6%	7.7%	7.6%	7.5%
marża EBIT	6.1%	2.5%	5.5%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
marża netto	5.9%	1.0%	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%
sprzedaż/aktywa (x)	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
dług / kapitał (x)	0.7	0.7	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5
odsetki / EBIT	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
stopa podatkowa	-85%	62%	-36%	15%	16%	17%	18%
ROE	23.0%	4.2%	16.6%	15.5%	14.8%	15.0%	14.4%
ROA	8.9%	1.5%	4.6%	5.0%	5.4%	5.9%	6.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-53.2	-58.8	-78.7	-42.4	-57.2	-56.2	-44.5

Źródło: prognozy Millennium DM

Kania

Z uwagi na brak danych finansowych dotyczących przejmowanej firmy Staropolskie Specjały w raporcie prezentujemy jedynie opis spółki bez wyceny ani rekomendacji.

Wyniki za ostatnie lata



Źródło: ZM Henryk Kania S.A.; dane oczyszczone z efektów zdarzeń jednorazowych

Strategia spółki jest w wielu punktach zbliżona do planów Tarczyńskiego - kluczowymi elementami są współpraca z sieciami handlowymi oraz inwestycje w markę. Model biznesu od dawna opiera się na sieciowym kanale dystrybucji (zwłaszcza Biedronka) i dlatego od wielu kwartałów dynamiki przychodów utrzymują się na poziomie kilkudziesięciu procent r/r. Tak jak w przypadku Tarczyńskiego, szybki rozwój wymaga ciągłej rozbudowy mocy produkcyjnych.

Źródłem finansowania były kredyty i emisje obligacji, jednak z powodu coraz większej skali działalności rozważaną opcją stała się emisja akcji. Z tego powodu w 2012 r. spółka weszła na GPW poprzez przejęcie notowanego IZNS Iława. Do pozyskania kapitału w drodze emisji akcji wciąż nie doszło, ale bardzo ambitne plany rozwoju sprawiają, że w dalszej perspektywie jest ona prawdopodobna, zwłaszcza biorąc pod uwagę wzrost kursu akcji (kapitalizacja przekracza 500 mln PLN).

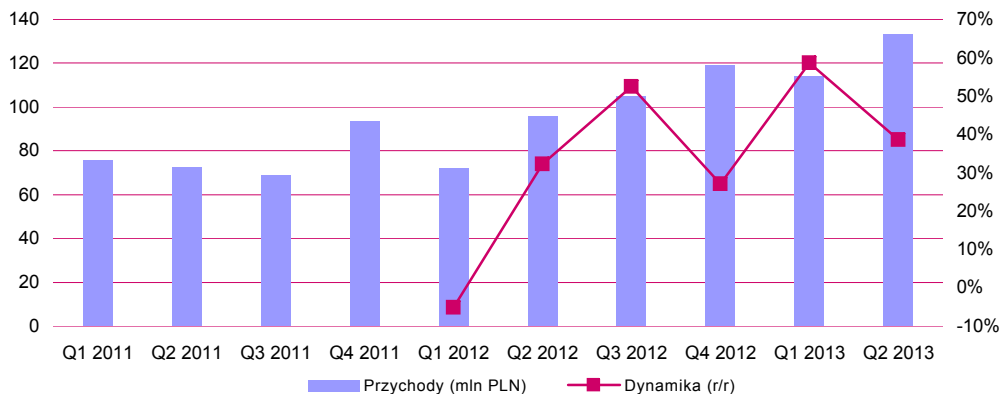
Z prasowych wypowiedzi głównego akcjonariusza wynika, że w latach 2014-2015 spółka ma utrzymywać dynamikę przychodów na poziomie +50% r/r oraz marżę EBITDA rzędu 5-6%. Celem grupy jest przekroczenie poziomu 1 mld PLN przychodów rocznie do 2015 r. (w 2012 r. wyniosły 391.4 mln PLN przy 20.2 mln PLN EBITDA).

Poniżej prezentujemy wyniki za ostatnie dwa pełne lata. Wysokie wartości wskaźników wyceny, znacznie wyższe niż w przypadku Dudy i Tarczyńskiego, sugerują, że kurs wzrastał pod wpływem oczekiwań dotyczących zdecydowanego zwiększenia skali działalności spółki.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
Kania														
2011	310.5	16.2	21.7	10.1	7.7	0.06	0.11	0.85	67.2	4.9	0.0	37.4	27.9	7.2
2012	391.4	14.3	20.2	7.9	6.5	0.05	0.10	1.09	79.4	3.8	0.0	42.2	30.0	4.8

młn PLN

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r

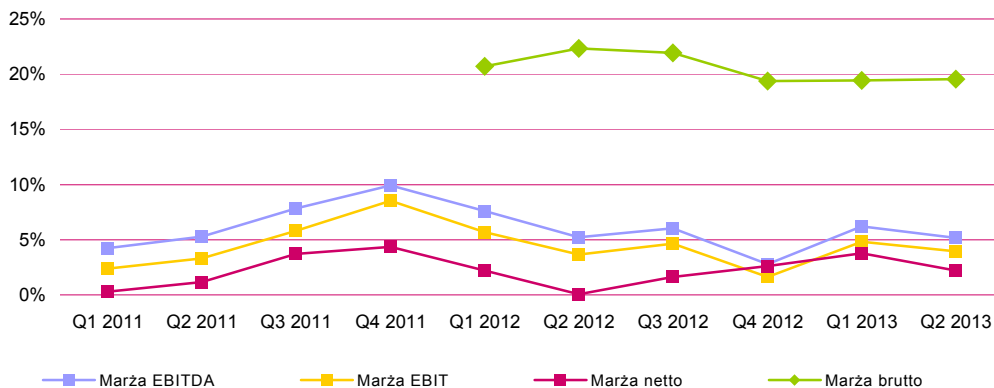


Źródło: ZM Henryk Kania S.A.

Wydajność obecnych 2 zakładów własnych to ok. 200 ton na dobę, ponadto w kwietniu 2013 r. podpisano umowę, zgodnie z którą produkcja w wysokości 40-50 ton dziennie jest zlecana 2 zakładom Staropolskie Specjały. We wrześniu spółka poinformowała o zawarciu umowy przedwstępnej nabycia 100% udziałów Staropolskich Specjałów za 73.1-98.9 mln PLN. Transakcja ma zostać przeprowadzona do końca września 2014 r. Strony zdecydowały się na nietypową formę płatności - ma ona nastąpić przez przeniesienie na nabywcę należności od kontrahentów o wartości 85.5 mln PLN.

Razem z zakładami produkującymi teraz na zlecenie, w I połowie 2014 r. moce produkcyjne mają wzrosnąć do 300 ton dziennie.

Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



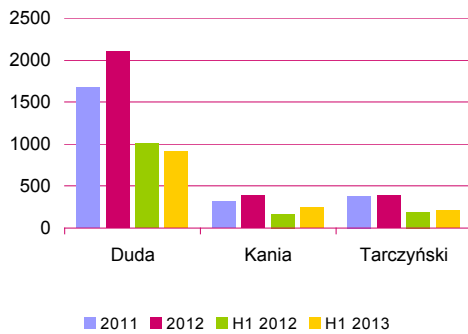
Źródło: ZM Henryk Kania S.A.

Długoterminowym celem rentowności EBITDA jest poziom 5-6%, a więc zbliżony do rezultatów za ostatnie kwartały. Spółka jest również podobna do Tarczyńskiego z uwagi na konieczność nabywania surowca z zewnątrz, a jej rentowność przede wszystkim zależy właśnie od poziomu cen surowca. Od kilku kwartałów poziom długu netto przekracza poziom 90 mln PLN, jest więc dosyć wysoki, jednak szybko rosnąca skala działalności sprawia, że koszty odsetek mają coraz mniejszy wpływ na wyniki grupy. Z opublikowanych wypowiedzi głównego akcjonariusza wynika, że na razie nie są planowane emisje obligacji ani akcji.

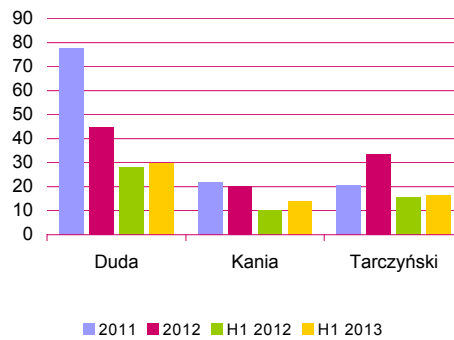
Porównanie wyników finansowych

Sprzedż, EBITDA

Sprzedż (mln PLN)

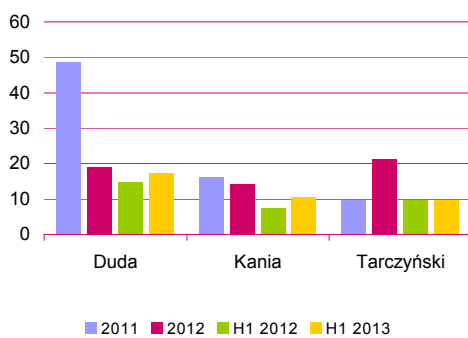


EBITDA (mln PLN)

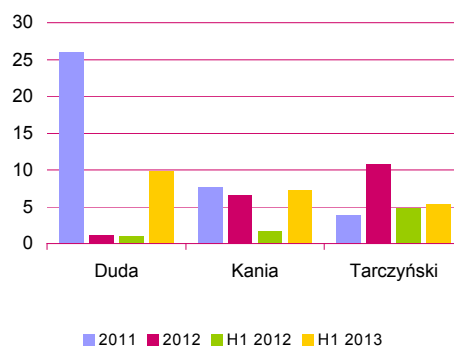


EBIT, zysk netto

EBIT (mln PLN)

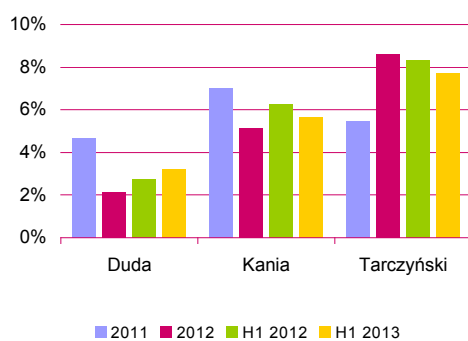


Zysk netto (mln PLN)

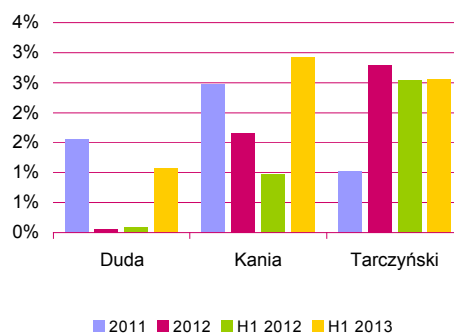


Marża EBITDA, marża netto

Marża EBITDA



Marża netto



Źródło: Sprawozdania spółek

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Wojciech Woźniak
+48 22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Lukasz Siwek
+48 22 598 26 71
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Analityk
branża spożywcza, handel

Analityk
deweloperzy i energetyka

Analityk
przemysł elektromaszynowy

Analityk
przemysł chemiczny

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+48 22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Aleksandra Jastrzębska
+48 22 598 26 90
aleksandra.jastrzebska@millenniumdm.pl

Grażyna Mendrych
+48 22 598 26 26
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 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: Cjeh, Komppa, Selena, Skyline, Sygnity, Wielton od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: KGHM, PZU. Millennium Dom Maklerski S.A. prowadzi skup akcji: Emperia, Muza. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej lub otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług maklerskich czy doradczych od spółek: Impel, Bank Millennium, Getin Holding, Getin Noble Bank 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 19 października 2005 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 Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendacje, 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. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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 nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Duda	Akumuluj	28 maj 13	0.68	0.80

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2013 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	18%
Akumuluj	4	36%
Neutralnie	5	45%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	0	0%
Akumuluj	5	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora