Dom Maklerski

RAPORT

ZPC Otmuchów S.A.

No to FRUGO!

Kupuj

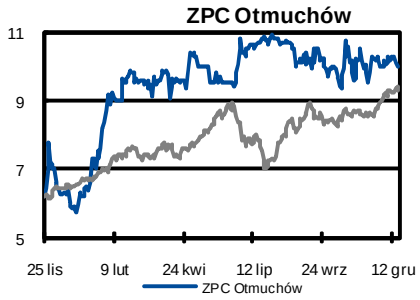
ZPC Otmuchów to jeden z większych na rynku polskim producentów marek prywatnych w segmencie tradycyjnych wyrobów cukierniczych, produktów śniadaniowych i słonych przekąsek dla sieci handlowych oraz międzynarodowych koncernów spożywczych. Otmuchów produkuje także wyroby spożywcze pod własnymi markami. Uważamy, iż dynamiczny rozwój dyskontów oraz proces restrukturyzacji spółki przyniosą w kolejnych latach poprawę wyników w związku z czym zalecamy kupno akcji ZPC Otmuchów S.A.

Dane podstawowe	
Cena bieżąca (PLN)	10.10
Cena docelowa (PLN)	**12.68**
Min 52 tyg (PLN)	5.71
Max52 tyg (PLN)	10.90
Kapitalizacja (mln PLN)	128.78
EV (mln PLN)	195.33
Liczba akcji (mln szt.)	12.75
Free float	22.2%
Free float (mln PLN)	28.55
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	0.04
Kod Bloomberga	OTM PW
Kod Reutersa	OTMP.WA

Zmiana kursu	ZPC Otmuchów	WIG
1 miesiąc	-1.9%	8.0%
3 miesiące	-1.8%	8.5%
6 miesięcy	6.3%	17.9%
12 miesięcy	61.6%	30.5%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Xarus Holdings Limitec	50.92
Amplico PTE S.A.	7.06
PKO BP BANKOWY PTE S	5.68
PTE PZU S.A.	5.02

Poprzednie rekom.	data	cena doc.



♦ Rosnąca siła marek własnych

Systematyczny rozwój marek własnych napędzany wzrostem udziału dyskontów w strukturze sprzedaży rynku detalicznego w Polsce będzie istotnym czynnikiem sprzyjającym umocnieniu pozycji rynkowej ZPC Otmuchów na rynku private label. Uważamy, iż w świetle rosnącej popularności marek własnych optymalna skala produkcji ZPC Otmuchów oraz innowacje produktowe pozwolą na dalszy wzrost przychodów grupy poprzez realizację dużych kontraktów dla sieci handlowych z jednoczesną gwarancją wysokiego poziomu jakości produkcji.

♦ Kontrakt na produkcję żelek pod marką FRUGO

Dzięki środkom pozyskanym z oferty IPO w 2010 r. Otmuchów zainwestował w jedną z nowocześniejszych w Europie linii do produkcji żelek, która na przełomie 2011/2012 r. została oddana do użytku. Podpisany z firmą FoodCare kontrakt na produkcję żelek dla marki FRUGO przyczyni się istotnie do wzrostu wykorzystania mocy produkcyjnych w tej kategorii, szacujemy, iż w 2013 r. kontrakt ten pozwoli na wzrost przychodów grupy o około 20 mln PLN.

♦ Wzrost przychodów na skutek przejęcia PWC Odra

Rok 2012 upłynął w grupie Otmuchów pod znakiem integracji przejętej spółki PWC Odra z grupą oraz procesu restrukturyzacji, który polegał na poprawie produktywności i efektywności procesów produkcyjnych spółek. Dodatkowo skupiono się na unowocześnienie oferty produktowej Odry oraz wprowadzeniu nowych produktów. Jednym z celów Otmuchowa jest odświeżenia wizerunku chałwy, w produkcji której PWC Odra jest liderem i wzrost sprzedaży. Uważamy, iż niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych na poziomie około 60% w PWC Odra, przebudowa portfela produktowego oraz renegocjacja kontraktów na zakup surowców pozwolą na dalszy wzrost przychodów oraz poprawę rentowności całej grupy począwszy od 2013 r.

♦ Rozpoczynamy rekomendowanie akcji ZPC Otmuchów, wystawiając rekomendację KUPUJ z ceną docelową 12,68 PLN /akcję.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln PLN	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Sprzedaż	229	320	352	380	399
EBITDA	21	26	34	38	41
EBIT	14	14	20	23	25
Zysk netto	10	7	13	16	18
Zysk skorygowany	10	7	13	16	18
EPS (PLN)	0.76	0.57	0.92	1.24	1.43
DPS (PLN)	-	-	-	-	-
CEPS (PLN)	1.32	1.57	2.01	2.42	2.66
P/E	13.27	17.82	9.98	8.13	7.08
P/BV	0.98	0.93	0.86	0.78	0.70
EV/EBITDA	9.14	7.38	5.71	5.12	4.77

P - prognoza PKO DM

Monika Kalwasińska
(0-22) 521-79-41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

20 grudzień 2012

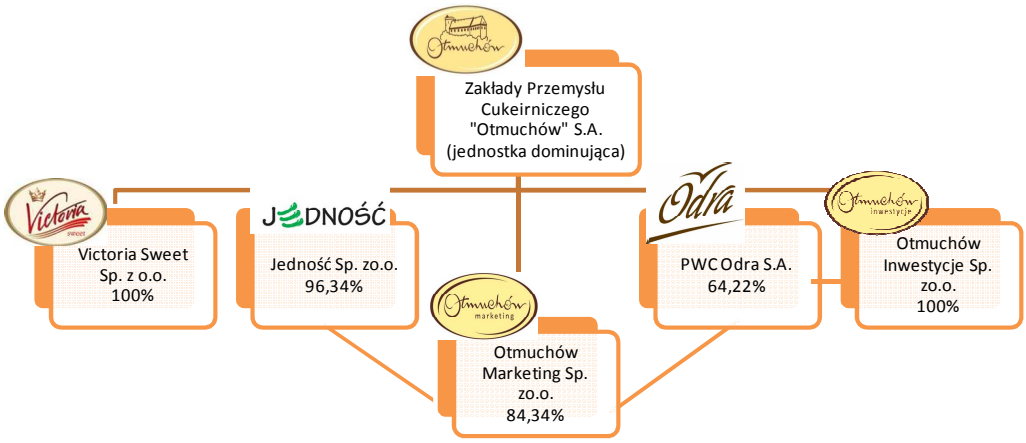
Istotne zastrzeżenia i informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania.

Podsumowanie inwestycyjne

Profil działalności

Historia ZPC Otmuchów sięga lat 50-tych, kiedy to wyodrębniono z Fabryki Maszyn Rolniczych i Narzędzi przedsiębiorstwo pod nazwą Grodkowskie Zakłady Przemysłu Terenowego z siedzibą w Otmuchowie. Na przestrzeni lat spółka produkowała ciastka tortowe, odlewy cukrowe, serca i gwiazdki piernikowe w czekoladzie, lody, lizaki, wiśnie w czekoladzie, galaretki, a także inne wyroby. Wraz z rozpoczęciem transformacji rynkowej w Polsce po 1989 r. spółka została sprywatyzowana i powstały Zakłady Przemysłu Cukierniczego sp. z o.o. z siedzibą w Otmuchowie.

Kolejne lata to okres organicznego rozwoju, w którym to rozszerzono portfel produktowy (rozpoczęto produkcję prażynek i płatków śniadaniowych) oraz zawierano pierwsze kontrakty z sieciami dyskontowymi w Polsce. W 2008 r. Otmuchów kupił 100% udziałów w spółce Victoria Sweet w Gorzyczkach, a w 2010 r. zadebiutował na giełdzie. Na przełomie 2010-2011 Otmuchów przeprowadził dwie kolejne akwizycje , nabywając udziały w spółce JEDNOŚĆ we Wschowej oraz w PWC Odra S.A.



Obecnie Otmuchów zatrudnia około 1167 osób, natomiast produkcja prowadzona jest w trzech zakładach. W zakładzie w Otmuchowie produkowane jest ptasie mleczko i żelki, w oddziale w Nysie wytwarzane są słone przekąski i produkty śniadaniowe, natomiast w oddziale w Gorzyczkach produkowane są żelki, bananki w czekoladzie oraz galaretki.

Segmenty działalności

W grupie Otmuchów znajdują się następujące segmenty działalności:

Słodycze - w tym segmencie oferuje się głównie wyroby w czekoladzie mlecznej i deserowej m.in. ptasie mleczko, śliwka w czekoladzie, duetka w czekoladzie, bananki w czekoladzie oraz chrupki zbożowe w czekoladzie mlecznej pod marką Lovello. Powyższe produkty oferowane są głównie w formie bombonierek. W segmencie tym także produkuje się żelki i galaretki w cukrze tradycyjne bądź wzbogacone witaminami oraz chałwę. Pozostała kategoria to landryny produkowane w trzech smakach. W segmencie tym poza produktami pod markami Otmuchowa oferowane są przede wszystkim produkty pod makam i własnymi sieci handlowych.

Słone przekąski - w tej kategorii znajdują się prażynki ziemniaczane jak i pszenne wzbogacone różnymi posypkami smakowymi oraz chrupki kukurydziane.

Wyroby śniadaniowe - to grupa produktowa obejmująca produkty śniadaniowe przyjmujące różne kształty np. kuleczki, kółeczka, muszelki oraz tradycyjne płatki kukurydziane. Dodatkowo do tej kategorii wchodzą także batony śniadaniowe, musli i muslimy w różnych wariantach smakowych. W 2011 r. spółka rozpoczęła produkcję żywności dla dzieci poprzez wprowadzenie chrupek zbożowych wykorzystywanych przy produkcji batonów, czekolad i jogurtów.

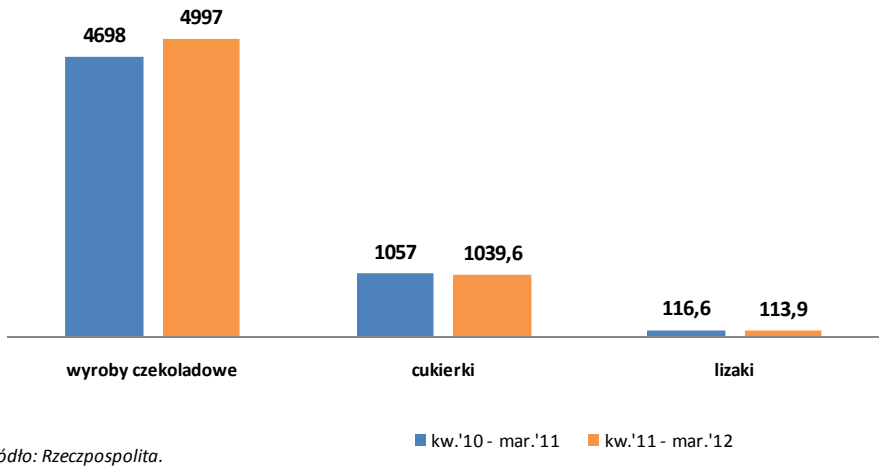
Pellety - pellety to półprodukt ekstrudowany wytwarzany z różnorodnych mieszanek surowców ziemniaczanych oraz zbożowych, stosowanych w produkcji snacków oraz prażynek. Oferta pellet zawiera półprodukty o różnych smakach, kształtach oraz składzie surowcowym.

Pozostałe - kategoria ta obejmuje pozostałą działalność spółki m.in. sprzedaż materiałów i towarów oraz usług.

Rynek słodyczy w Polsce

Wartość rynku słodyczy w Polsce szacuje się na około 6 mld PLN, z czego około 5 mld PLN przypada na wyroby czekoladowe, a około 1 mld PLN na cukierki. Bazując na danych Nielsena w okresie od kwietnia 2011 r. do marca 2012 r. dynamika wzrostu rynku słodyczy czekoladowych wyniosła 6,4%, jednak wzrost ilościowy to tylko 3,9% r/r. W przypadku segmentu cukierków wzrost wartościowy był ujemny (-1,7%), natomiast wolumen sprzedaży spadł aż o 4,8% r/r.

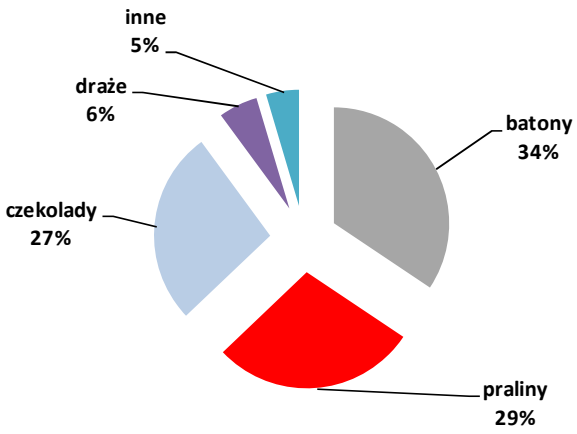
Wartość poszczególnych kategorii na rynku słodyczy w mln PLN



Źródło: Rzeczpospolita.

Rynek słodyczy czekoladowych składa się z pięciu segmentów, z czego największy to kategoria batonów i wafli, za nim w ujęciu wartościowym plasuje się kategoria pralin oraz tabliczek czekolady.

Struktura rynku słodyczy czekoladowych



Źródło: Rzeczpospolita.

Niskie dynamiki sprzedaży w ujęciu wolumenowym pokazują, iż rynek słodyczy staje się coraz bardziej dojrzały, z wyraźnym trendem przesuwania się popytu w kierunku słodyczy pod markami własnymi sieci handlowych kosztem produktów markowych. W perspektywie średnioterminowej biorąc pod uwagę mniejsze ilości spożycia słodyczy w stosunku do krajów Europy Zachodniej oraz konwergencję w kierunku zachodniego stylu życia

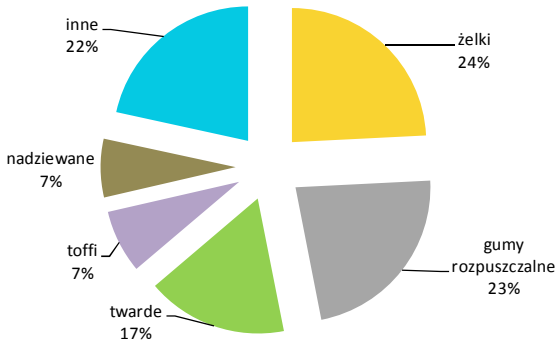
konsumpcja słodyczy powinna stopniowo rosnąć. Biorąc jednak pod uwagę spodziewane spowolnienie gospodarcze w Polsce w 2013 r. istnieje ryzyko, iż dynamika sprzedaży słodyczy może zmniejszyć się z utrzymaniem tendencji przesuwania się popytu w kierunku produktów private label.

Rynek słodyczy w Polsce jest rozdrobniony, działa na nim poza koncernami globalnymi dużo małych i średnich firm. Podwyżki cen głównych dwóch surowców używanych w produkcji słodyczy czyli kakao i cukru obniżyły rentowność produkcji w przypadku wielu producentów na przestrzeni ostatnich dwóch lat. Ze względu na dużą konkurencyjność rynku słodyczy spadki rentowności wymusiły na wielu producentach koncentrację na optymalizacji produkcji, procesach restrukturyzacyjnych oraz wprowadzeniu inicjatyw oszczędnościowych..

Dynamicznie rozwijający się segment żelek

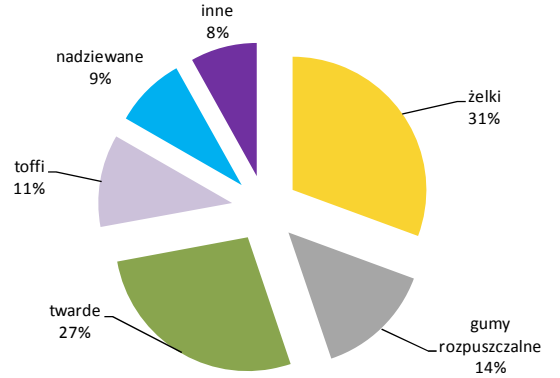
Wartość sprzedaży segmentu cukierków na polskim rynku słodyczy szacuje się na około 1 mld PLN. W strukturze tego segmentu kategorię największą wartościowo stanowią żelki, drugie w kolejności są gumy rozpuszczalne, a za nimi plasują się cukierki twarde. W ujęciu ilościowym największe wolumeny sprzedaży odnotowuje kategoria żelek, potem znajdują się cukierki twarde, a za nimi gumy rozpuszczalne.

Struktura asortymentu na rynku cukierków wartościowo



Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, II'11- I'12

Struktura asortymentu na rynku cukierków ilosciowo



Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, II'11- I'12

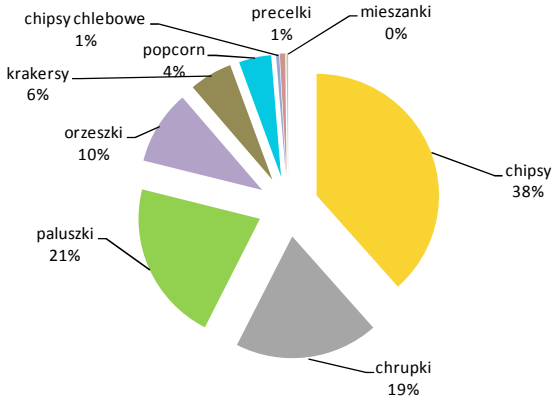
Spośród wszystkich kategorii w segmencie cukierków największym potencjałem sprzedażowym charakteryzują się żelki. Wynika to przede wszystkim z rosnącego popytu na produkty zdrowe, wytwarzane przy użyciu naturalnych składników, bez konserwantów, posiadające wartość dodaną dla konsumenta. Dlatego też coraz częściej pojawiają się żelki z dodatkami witamin czy też minerałami bądź wzbogacone sokami owocowymi. Konsumenci postrzegają żelki właśnie jako słodycze „zdrowsze" czy też „lżejsze" w porównaniu do tradycyjnych słodyczy, dlatego też chętnie są kupowane przez rodziców dla dzieci.

Nie bez znaczenia jest także fakt, iż żelki to kategoria cukierków, która pozwala na kreowanie produktów innowacyjnych zarówno pod względem możliwości oferowania różnorodnych kształtów, smaków, kolorów czy też innych dodatków. Dynamiczny wzrost kategorii żelek na przestrzeni ostatnich lat wiąże się m.in. z rosnącym spożyciem żelek pod markami własnymi sieci, co jest m.in pochodną rozwoju dyskontów na polskim rynku detalicznym.

Rynek słonych przekąsek

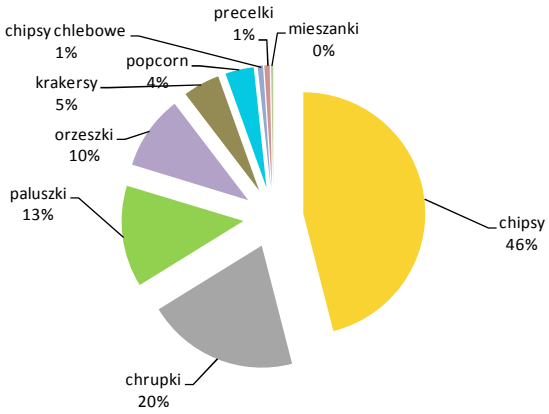
Rynek słonych przekąsek według danych Nielsena jest wart około 2 mld PLN, a zalicza się do niego następujące kategorie produktowe: chipsy ziemniaczane, chrupki, paluszki, krakersy oraz orzechy. Dominująca pozycja na rynku słonych przekąsek należy do chipsów, drugie pod względem sprzedaży są paluszki, a na trzecim miejscu znajduje się kategoria chrupek.

Struktura rynku słonych przekąsek wartościowo



Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, IV'10- III'11

Struktura rynku słonych przekąsek ilościowo



Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, IV'10- III'11

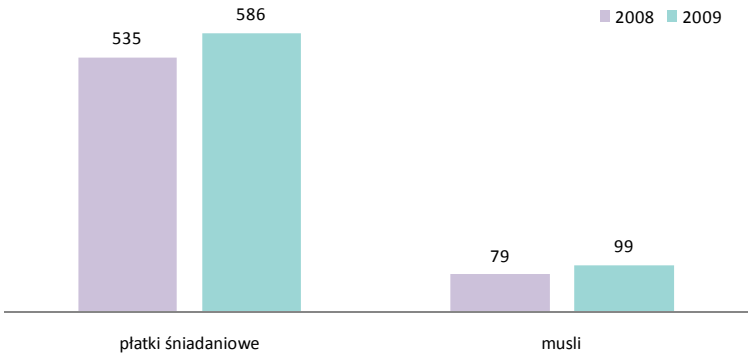
Słone przekąski z reguły kojarzą się z uczestnictwem w spotkaniach towarzyskich, ale kupowane są także pod wpływem impulsu jako przekąska, która szybko zaspokaja głód. Podobnie jak w przypadku innych kategorii produktowych na rynku spożywczym marki własne zyskują coraz większy udział w sprzedaży słonych przekąsek. Spowolnienie gospodarcze powoduje, iż konsumenci sięgają po produkty tańsze, skłaniają się także w kierunku zakupu coraz większych opakowań.

Produkty podatne najbardziej na innowacje to chipsy i chrupki. Natomiast w ślad za pojawieniem się trendów prozdrowotnych wielu producentów wprowadziło do swojej oferty produkty z obniżoną zawartością tłuszczów czy też soli. Z kolei ewoluujący trend poszukiwania produktów zdrowych przez konsumentów spowodował, iż zaczęło rosnąć spożycie orzechów, pestek czy suszonych owoców jako alternatywa dla typowych przekąsek typu chipsy ziemniaczane czy też słone paluszki.

Stabilny segment wyrobów śniadaniowych

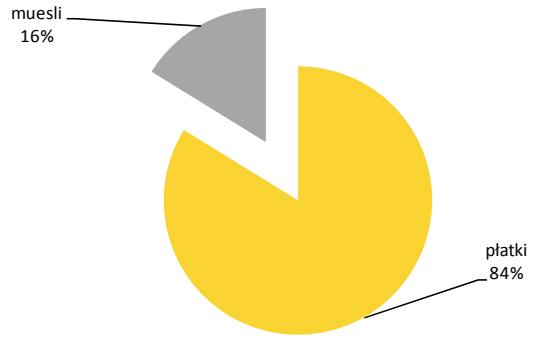
Wartość rynku płatków śniadaniowych to około 700 mln PLN, obejmuje on produkty gotowe na bazie płatków zbożowych czyli płatki kukurydziane, ryżowe, pszenne, żytnie oraz muesli, definiowane jako mieszanki różnych rodzajów płatków i ziaren z różnymi dodatkami. W obrębie rynku wyróżnia się dwie główne kategorie czyli płatki śniadaniowe oraz muesli, z czego płatki mają ponad 80% udział w ujęciu wartościowym.

Wartość rynku wyrobów śniadaniowych w mln PLN



Źródło: Rzeczpospolita "Płatki zbożowe odporne na kryzys"

Struktura rynku wyrobów śniadaniowych

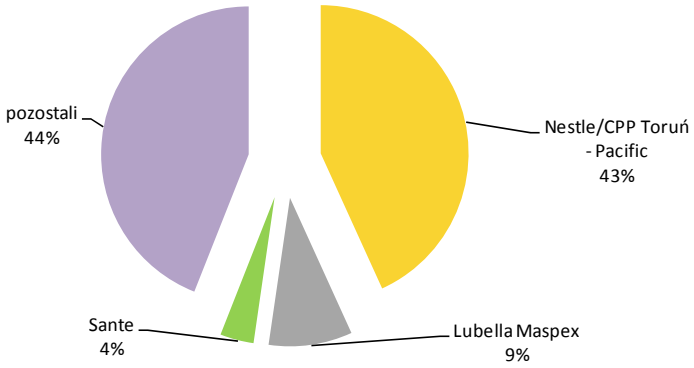


Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, VIII'10- IVII'11

Płatki śniadaniowe to kategoria stabilna, w ramach której ponad połowa sprzedaży to produkty skierowane dla dzieci, pozostała część segmentu dzieli się pomiędzy sprzedaż tzw. płatków rodzinnych, do których zalicza się m.in. czyste płatki kukurydziane oraz płatki przeznaczone dla dorosłych czyli wszelkiego rodzaju płatki fitness, light. Płatki śniadaniowe postrzegane są jako zdrowa alternatywa dla śniadania w postaci kanapki, która dodatkowo nie wymaga dużej ilości czasu do przygotowania, co ma ogromne znaczenie dla konsumentów posiadających coraz mniej czasu.

Produkty te bardzo dobrze wpisują się także w coraz dynamiczniej rozwijający się trend prozdrowotny oraz pojawienie się segmentu żywności funkcjonalnej. Mimo statystycznie niskiego spożycia płatków śniadaniowych w Polsce na tle innych krajów europejskich jak na razie rynek płatków śniadaniowych rozwija się głównie dzięki innnowacjom produktowym związanymi z wprowadzaniem nowych wariantów smakowych czy też składników funkcjonalnych oferujących wartość dodaną dla konsumentów. Ponad połowa rynku płatków śniadaniowych jest podzielona pomiędzy trzech producentów czyli firmę Nestle, Maspex oraz Sante.

Najwięksi producenci na rynku płatków śniadaniowych w 2009 r.

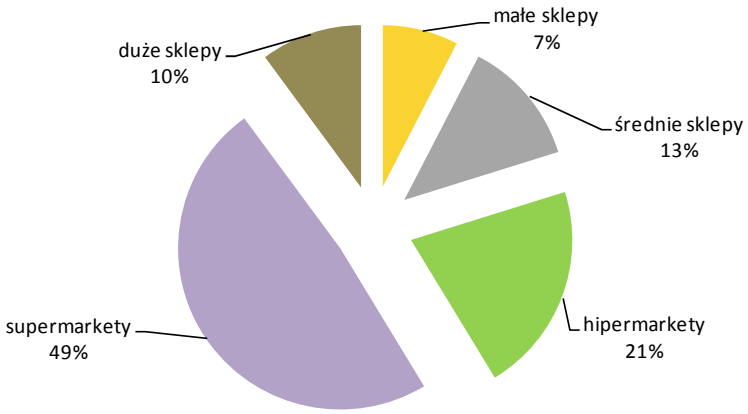


Źródło: Rzeczpospolita "Płatki zbożowe odporne na kryzys"

Niedużą wartościowo, ale dynamicznie rozwijającą się kategorią na rynku wyrobów śniadaniowych stanowi muesli, kupowane przede wszystkim wśród dorosłych konsumentów. Popularność tej kategorii wiąże się z zainteresowaniem konsumentów naturalnymi, zbożowymi produktami, a muesli właśnie spostrzegane jest jako produkt najmniej przetworzony i zarazem wartościowy i zdrowy posiłek. Wzrostom sprzedaży w tej kategorii sprzyja przede wszystkim wprowadzenie produktów w jednorazowych saszetkach w odpowiedzi na szybkie tempo życia konsumentów, a co za tym idzie poszukiwanie produktów łatwych do spożycia, wpisujących się w trend zdrowego trybu życia.

Ponad połowa sprzedaży płatków śniadaniowych realizowana jest nowoczesnym kanale handlu, z roku na rok wzrasta także udział sprzedaży produktów pod markami własnymi sieci handlowych. Biorąc pod uwagę rosnący popyt na produkty zdrowe, które pomagają dbać o zdrowie czy też szczupłą sylwetkę należy oczekiwać, iż w kolejnych latach będzie postępował dalszy wrost sprzedaży śniadaniowych produktów zbożowych.

Płatki śniadaniowe: lokalizacja sprzedaży

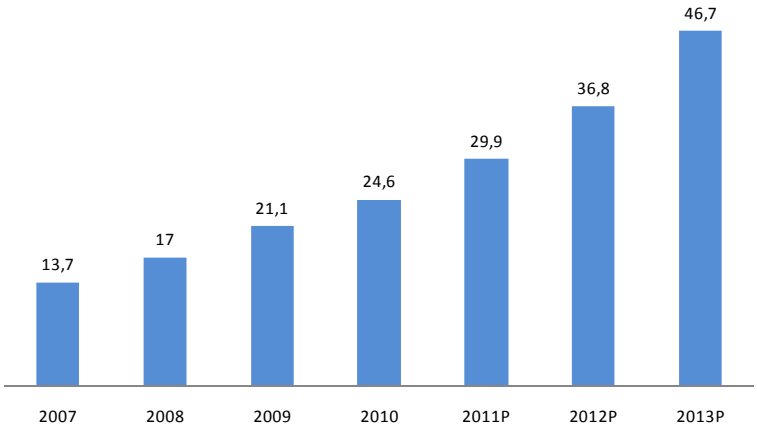


Źródło: www.wiadomoscihandlowe.pl, Nielsen, Panel Handlu Detalicznego, VIII'10- IVII'11

Rosnąca siła marek własnych

Według szacunków zawartych w skrócie raportu firmy PMR pt. „Marki własne detalistów w Polsce 2011. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2011-2013" wartość rynku marek własnych w Polsce wyniosła 24,6 mld PLN w 2010 roku. Rynek marek własnych w Polsce systematycznie rośnie, odnotowując dwucyfrowe dynamiki wzrostu rokrocznie. Wzrost popytu na marki własne wiąże się przed wszystkim z rosnącym udziałem nowoczesnego kanału dystrybucji w sprzedaży detalicznej, napędzanego w dużej mierze dynamicznie rosnącą liczbą sklepów dyskontowych w Polsce, które w ponad 50% odpowiadają za sprzedaż towarów pod markami własnymi. Drugi istotny czynnik sprzyjający rozwojowi rynkowi marek własnych to niska cena w połączeniu ze znaczącą poprawą jakości, co stanowi istotne kryterium zakupowe dla konsumentów charakteryzujących się ograniczona siłą nabywczą na skutek osłabienia gospodarczego. Do najdynamiczniej rozwijających się dyskontów w Polsce zalicza się Biedronkę, Lidla oraz sieć Netto.

Wartość rynku marek własnych w Polsce w mld PLN



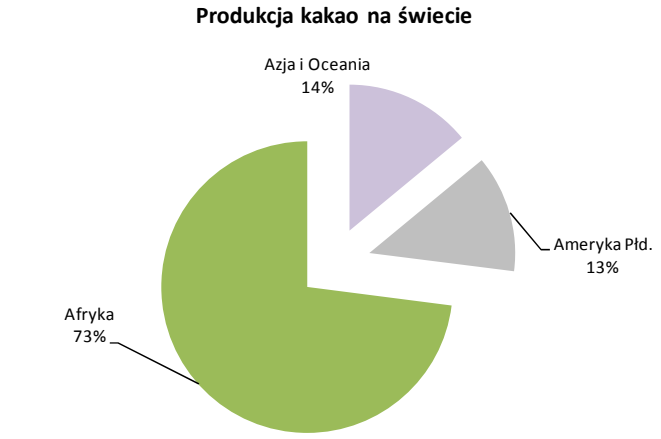
Źródło: raport PMR "Marki własne detalistów w Polsce 2011."

Bez wątpienia kryzys gospodarczy będzie sprzyjał sprzedaży produktów pod markami własnymi ze względu na coraz częstsze zakupy przez konsumentów tańszych odpowiedników markowych produktów. Rosnąca popularność marek własnych nie tylko w dyskontach, ale także supermarketach czy też delikatesach stanowi szansę dla wielu producentów, którzy mają odpowiednią skalę działania i są w stanie zrealizować zamówienie największych sieci, gwarantując jednocześnie odpowiedni poziom jakości. Optymalna skala produkcji jest bardzo istotna, gdyż na polskim rynku znajduje się dużo drobnych przedsiębiorstw, które nie są w stanie zaspokoić popytu ze strony klientów z branży B2B oraz sieci handlowych.

Problematyczne kakao

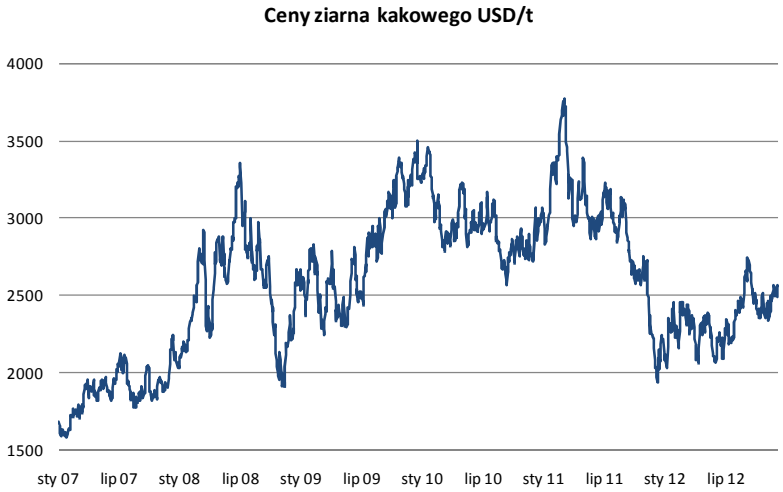
Surowce, które mają największy wpływ na wyniki spółki to kuwertura czekoladowa oraz cukier. Kakaowiec to roślina uprawiana w tropikalnym klimacie lasów równikowych, gdzie młode owoce kakaowca dojrzewają w tropikalnych temperaturach w cieniu wysokich roślin takich jak bananowce i palmy. Uprawom kakaowca nie sprzyja ostre słońce oraz silny wiatr.

Gros zbiorów kakaowca pochodzi z krajów afrykańskich (około 70% światowych plonów kakao) z dominującym udziałem Wybrzeża Kości Słoniowej i Ghany, w dalszej kolejności do istotnych producentów kakao zalicza się region Azji i Oceanii oraz Ameryki Południowej. Większość plantacji kakao z Afryki znajduje się w małych gospodarstwach rolnych, stanowiąc główne źródło dochodu dla mieszkańców. Ponieważ siła nabywcza lokalnych farmerów jest niska nie stosują oni nawożenia, co przekłada się na niską wydajność upraw i starzenie plantacji oraz przyspiesza likwidację plantacji na rzecz inwestycji w bardziej opłacalne uprawy typu np. kauczuk naturalny.



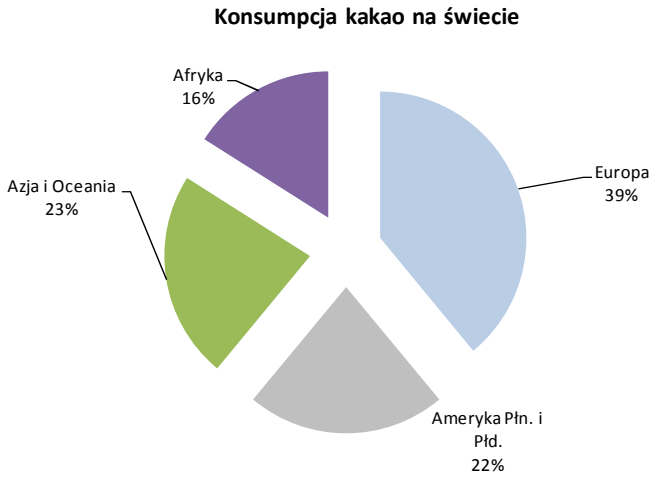
Źródło: www.worldcocoafoundation.org

Na przestrzeni ostatnich lat roczna produkcja kakao wzrosła do 4 mln ton z około 3,7 mln ton w latach 2007/2008, niemniej jednak ulega ona znaczącym wahaniom ze względu na niekorzystne warunki pogodowe w poszczególnych latach oraz niestabilną sytuację polityczną w krajach afrykańskich. Duża zmienność cen kakao na giełdach towarowych to także skutek zwiększonej aktywności funduszy hedgingowych, które poprzez transakcje spekulacyjne na rynku kakao powodują, iż jego cena przestaje odzwierciedlać fundamenty czyli światowy bilans popytu-podaży.



Źródło: Bloomberg

Przetwórstwo ziaren kakaowca odbywa się na całym świecie, jednak pod względem wartościowym najwięcej kakao konsumuje się w Europie, chociaż dynamika spożycia w krajach zachodnich na przestrzeni ostatnich lat ulega zmniejszeniu w przeciwieństwie do rosnącej dynamiki wzrostu spożycia kakao w przypadku krajów azjatyckich.

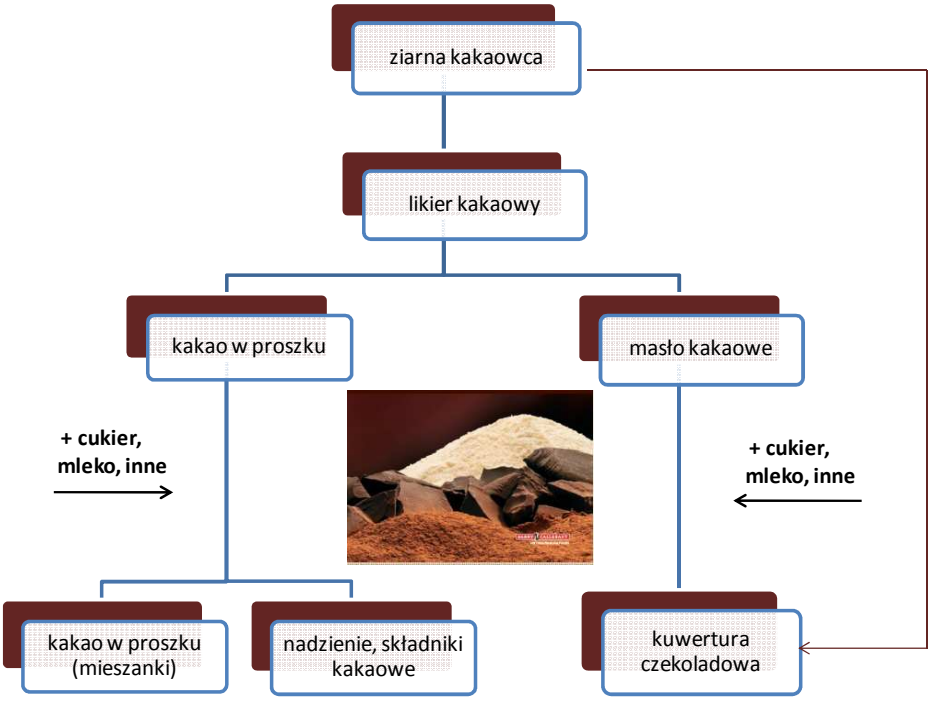


Źródło: www.worldcocoafoundation.org

W długim okresie zachowanie cen ziaren kakaowca jest zależne od czynników typu relacja zapasów do popytu, oczekiwania co do kształtowania się bilansu popytu/podaży w nadchodzącym sezonie zbiorów czy też polityki handlowej prowadzonej przez globalnych przetwórców kakao. Producenci kakao swoją opłacalność produkcji określają poprzez relację ceny kakao w proszku oraz masła kakaowego w stosunku do kosztu zakupu ziarna kakaowego określaną jako tzw. wskaźnik mieszany (combined ratio). Im wyższa wartość tego wskaźnika tym bardziej opłacalne jest przetwórstwo kakao.

Duża zmienność cen obu produktów związana z wahaniami popytu powoduje, iż producenci kakao stają się mało elastyczni w przypadku kształtowania cen półproduktów takich jak np. kuwertura czekoladowa. Dlatego też spadki notowań ziarna kakaowego nie zawsze są odzwierciadlanie w indywidualnych kontraktach z poszczególnymi producentami słodyczy. Z kolei w krótkim okresie na znaczeniu nabierają szoki podażowe związane z zakłóceniami w bieżących dostawach, zawirowaniami pogodowymi bądź wprowadzeniem ograniczeń eksportowych w krajach afrykańskich czy chociażby spekulacyjna działalność funduszy hedgingowych.

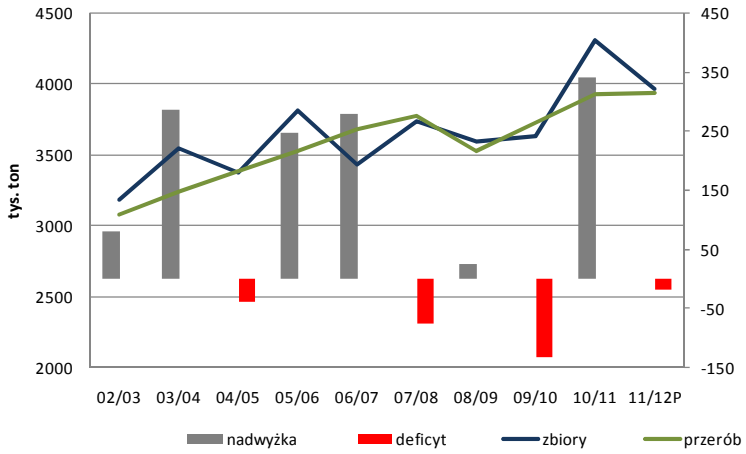
Proces przetwórstwa ziaren kakaowca



Źródło: prezentacja CAGE (Consumer Analyst Group Europe) Barry Callebaut

Kształtowanie się cen w nadchodzącym sezonie 2012/2013 będzie zależało w dużej mierze od ostatecznego bilansu popytu/podaży kakao na świecie oraz poziomu zapasów. Obecnie szacuje się, iż nadchodzący sezon ponownie będzie charakteryzował się deficytem ziarna kakaowego w wysokości około 100 tys. ton w skali roku, co podtrzymywałoby presję na wzrost cen kakao. Niemniej jednak ostateczna wielkość zbiorów będzie zależała od wielkości plonów przejściowych w okresie maj-sierpień 2013 r.

Światowa produkcja, konsumpcja oraz zapasy kakao



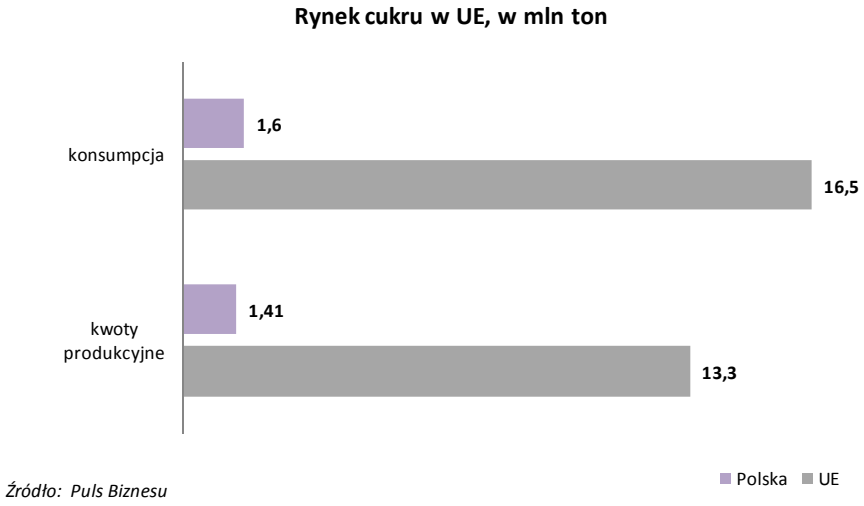
Źródło: www.worldcocoafoundation.org

Czynnikiem ograniczającym potencjalne wzrosty cen kakao będzie spodziewane spowolnienie gospodarcze w USA i Europie osłabiające popyt na wyroby czekoladowe, a tym samym spożycie kakao. Inny istotny czynnik, który będzie przemawiał raczej za stabilizacją cen kakao na rynkach światowych to wprowadzenie mechanizmu cen minimalnych oraz kontraktów forward zabezpieczających przyszłe ceny sprzedaży na Wybrzeżu Kości Słoniowej, co ma przyczynić się do poprawy opłacalności upraw oraz zmniejszyć niekontrolowane wahania cen. Zgodnie z założeniami nowej reformy producenci kakao muszą zapłacić rolnikom 60% bieżącej ceny światowej począwszy od zbiorów w sezonie 2012/2013., a ci z kolei mogą sprzedać od 70% do 80% plonów z nadchodzącego sezonu zbiorów w tzw. sprzedaży forwardowej. Tym samym kontraktacja ziarna oraz ceny sprzedaży ziarna z nowych zbiorów będą ustalana na kilka miesięcy przed fizyczną dostawą. Forwardowa sprzedaż zbiorów z sezonu 2012/2013 miała miejsce począwszy od stycznia br.

Regulowany rynek cukru

Rynek cukru w Polsce począwszy od 2006 r. stracił cechy wolnego rynku wraz z wprowadzeniem w życie reformy rynku cukru, która polegała na ograniczeniu produkcji cukru, co miało zwiększyć konkurencyjność unijnego cukru na rynkach światowych. Przy występowaniu nadwyżek były one eksportowane z zastosowaniem subsydiów. Rezultatem wprowadzenia reformy miały być niższe ceny cukru W UE, gdyż zakładano, że ewentualny deficyt zostanie zbilansowany poprzez import cukru trzcinowego.

W ramach reformy rynku cukru wprowadzono dla każdego kraju kwoty cukrowe oraz zniesiono cła na import cukru z państw najsłabiej rozwiniętych. Nagłe ograniczenie związane z produkcją cukru spowodowały, iż liczba plantatorów buraków cukrowych zmalała, jak również zamknięto wiele cukrowni, dostosowując się do nowych limitów produkcyjnych. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom ceny cukru nie spadły, ponieważ najwięksi producenci cukru trzcinowego jak np. Brazylia coraz więcej cukru zaczęli przeznaczać na biopaliwa, co zmniejszyło wolumen eksportu cukru. W rezultacie ceny cukru w Unii wzrosły o kilkadziesiąt procent w stosunku do obowiązujących przed implementacją reformy cukru.



Źródło: Puls Biznesu

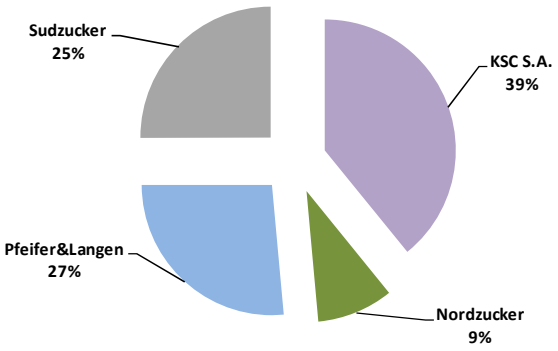
Zgodnie z obowiązującymi wytycznymi w przypadku deficytu cukru w danym kraju brakujące ilości mogą zostać uzupełnione importem, który jest obłożony podatkiem około 400 EUR/t, co podraża znacząco finalną cenę cukru. Z kolei w przypadku wystąpienia nadwyżki cukru, wolumen ponad przyznany limit produkcyjny musi zostać wyeksportowany poza UE lub przeznaczony na cele przemysłowe. Sprzedaż cukru pozakwotowego na cele spożywcze w UE odbywa się wyłączenie po uzyskaniu zgody KE.

Szacuje się, iż w Polsce w sezonie 2011/2012 produkcja cukru wyniesie około 1,8 mln ton, co w zestawieniu z kwotą produkcyjną rzędu 1,4 mln ton, oznacza, iż Polska wygeneruje nadwyżkę cukru na rynku krajowym, której będzie musiała się pozbyć. Referencyjna cena cukru w UE to 404 EUR/t, co oznacza, iż w zestawieniu z bieżącymi cenami na świecie tona unijnego cukru jest o wiele droższa.

Źródło: raport UE "Sugar price reporting" 8 listopad 2012

Na polskim rynku cukru działają 4 spółki cukrowe, w tym jednak krajowa czyli Krajowa Spółka Cukrowa SA oraz trzech producentów zagranicznych: Sudzucker, Pfeifer&Langen oraz Nordzukcer.

Struktura rynku cukru w Polsce w sezonie 10/11



Źródło: Krajowy Związek Plantantorów Buraka Cukrowego

Paradoks polega na tym, iż mimo wystarczającego potencjału produkcyjnego w Polsce mamy niedobór cukru, który jest zaspokajany poprzez drogi import. Producenci w krajach uprzywilejowanych (eksport cukru do UE bez wysokich stawek celnych) w coraz większym stopniu zaspokajają rynki wewnętrzne, zmniejszając wolumen eksportu, co w zestawieniu z limitami produkcyjnymi powoduje, iż cukru w Europie brakuje. Z kolei eksport producentów z tzw. krajów nieuprzywilejowanych jest obciążony wysokimi stawkami celnymi, które de facto determinują poziom ceny cukru w kraju, który jest zmuszony do wyrównania krajowego deficytu. Na polskim rynku dodatkowo występuje oligopol wśród producentów cukru, co uniemożliwia praktycznie kształtowanie się wolnego rynku. W efekcie zarówno konsumenci jak i odbiorcy przemysłowi płacą zawyżone ceny cukru, dotując w pewien sposób cukrownie oraz plantatorów buraków cukrowych.

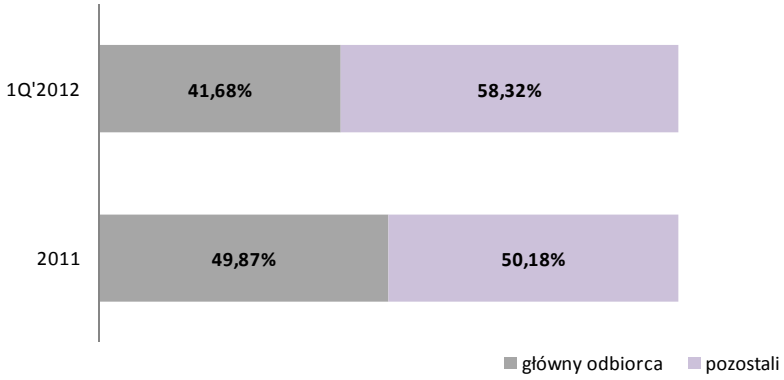
Ponieważ cukier występuje w wielu produktach spożywczych naciski ze strony producentów oraz konsumentów spowodowały, iż Komisja Europejska wystąpiła z propozycją likwidacji kwot produkcyjnych od 2015 r., które obecnie są za niskie w stosunku do popytu na cukier, skutkując deficytem cukru w UE. Za proponowanym rozwiązaniem opowiadają się producenci artykułów spożywczych, natomiast przeciw są plantatorzy buraków oraz cukrownie. Na daną chwilę brak jednoznacznego stanowiska KE , natomiast wysoce prawdopodobne jest, że biorąc pod uwagę istniejące regulacje będzie trudno o niższe ceny cukru w nadchodzącym 2013 r.

Model biznesowy

ZPC Otmuchów jest producentem, który oferuje wyroby czekoladowe, słone przekąski oraz wyroby śniadaniowe pod markami własnymi sieci handlowych oraz w ramach kanału B2B dla globalnych koncernów spożywczych. Mając na celu dywersyfikację produkcji Otmuchów rozwijał także w swojej działalności sprzedaż produktów pod własną marką, mających z reguły charakter produktów niszowych czy tez lokalnych. Przed debiutem na

giełdzie sprzedaż spółki była w dużej mierze skierowana do głównego odbiorcy czyli Biedronki w związku z czym jednym z celów strategicznych była dywersyfikacja przychodów tak, aby udział głównego odbiorcy w całkowitej sprzedaży spółki nie stanowił więcej niż 40% całości sprzedaży spółki. Po trzech latach od momentu wejścia na giełdę cel ten udało zrealizować się m.in. dzięki akwizycji spółki Jedność Wschowa oraz zakupie 64,2% udziałów w spółce PWC Odra.

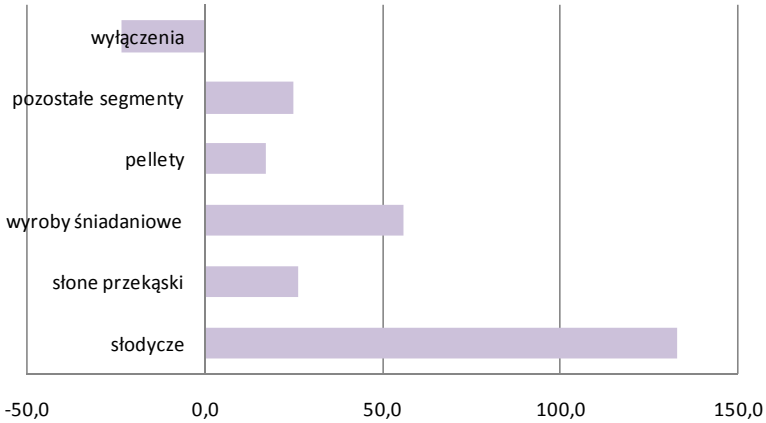
Struktura odbiorców grupy Otmuchów



Źródło: prezentacja wyników za 1Q'2012

Dominującym segmentem w strukturze spółki są słodycze (ponad 50% udział), w którym poza produktami Otmuchowa oferowane są przede wszystkim produkty pod markami własnymi sieci handlowych. Zakup udziałów w PWC Odra w 2011 r. poszerzył posiadany portfel marek niszowych oraz powiększył segment słodyczy o kluczowy produkt PWC Odra czyli chałwę (PWC Odra jest liderem w jej produkcji, posiada około 60% rynku chałwy).

Struktura przychodów ZPC Otmuchów w mln PLN za I-III'Q 12



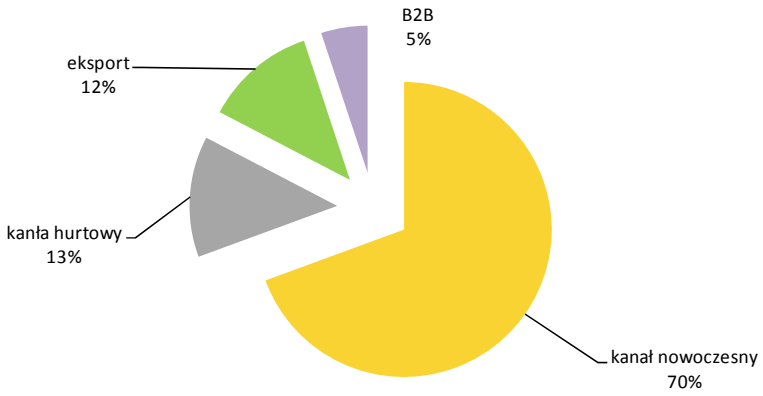
	słodycze	słone przekąski	wyroby śniadaniowe	pellety	pozostałe segmenty	wyłączenia
segmenty	133,1	26,3	55,9	17,3	24,7	-23,4

Źródło: ZPC Otmuchów S.A.

Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom akwizycja PWC Odra w pierwszym roku jej konsolidacji nie przełożyła się pozytywnie na wyniki całej grupy, co było związane m.in. z kosztami odpraw dla zwalnianych pracowników, wysokim kosztem surowców oraz spadkiem rentowności na sprzedaży w 2011 r. Rok 2012 upłynął pod znakiem restrukturyzacji PWC Odra, która polegała na poprawie produktywności i efektywności procesów produkcyjnych. Poza działaniami naprawczymi skoncentrowano się także na unowocześnieniu oferty PWC Odra oraz wprowadzeniu nowych produktów. Jednym z celów jest odświeżenie wizerunku chałwy i podwojenie jej sprzedaży w przeciągu dwóch najbliższych lat. Ze względu na nie w pełni wykorzystane moce produkcyjne w PWC Odra najbliższe lata poza poprawą rentowności w wyniku działań optymalizacyjnych produkcję powinny także przynieść istotny wzrost przychodów spółki

Główny kanał dystrybucji w grupie stanowi sprzedaż do sieci handlu detalicznego, którego udział w 2011 r. wyniósł około 68%. Spadek udziału kanału nowoczesnego w strukturze przychodów nastąpił na skutek przejęcia PWC Odra, której sprzedaż głównie jest kierowana do kanału tradycyjnego. Drugim pod względem wielkości sprzedaży jest kanał hurtowy (ok.13%) czyli sprzedaż do sklepów, hurtowni oraz cash&carry. Przejęcie spółki Jedność Wschowa pozwoliło na zwiększenie udziału eksportu w strukturze sprzedaży z około 5% w 2010 r. do 12% w 2011 r. Ostatni kanał dystrybucji, w którym obecna jest grupa Otmuchów to sprzedaż B2B, której udział wyniósł około 5% w całościowej strukturze sprzedaży w 2011 r.

Struktura dystrybucji ZPC Otmuchów w 2011 r.

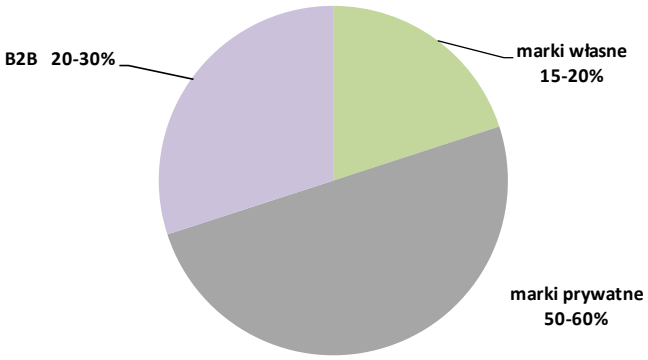


Źródło: ZPC Otmuchów S.A.

Strategia rozwoju

Strategia grupy Otmuchów na kolejna lata zakłada dalszą dywersyfikację przychodów przy jednoczesnym utrzymaniu współpracy z głównym partnerem handlowym grupy czyli Biedronką oraz zakończenie procesu restrukturyzacji grupy ZPC Otmuchów i osiągnięcie maksymalnych synergii w związku z konsolidacją spółek zależnych.

Docelowa struktura sprzedaży



Źródło: ZPC Otmuchów S.A.

Kolejny istotny cel strategiczny to wzrost innowacyjności produktowej szczególnie w segmencie produktów śniadaniowych oraz żelek. Inwestycja w jedną z najbardziej nowoczesnych linię do produkcji żelek ma umożliwić poszerzenie asortymentu spółki o nowe produkty dotychczas nieobecne na rynku oraz kontynuację współpracy z kontrahentami z rynku farmaceutycznego w ramach produkcji żelek wzbogaconych witaminami czy też suplementów diety.

Sytuacja finansowa

ZPC Otmuchów zadebiutował na giełdzie w 2010 r. sprzedając 5,59 mln akcji, z czego 4,25 mln akcji stanowiły nowe akcje w ramach podwyższenia kapitału, dodatkowo sprzedano 1,34 mln akcji istniejących. Cena emisyjna wyniosła 13,5 PLN. W ramach oferty publicznej spóła zebrała 57 mln PLN brutto. Zebrane środki zostały przeznaczone kolejno na realizację następujących celów emisyjnych:

- zakup 96,3% udziałów w spółce Jedność Wschowa za 14,07 mln PLN;
- inwestycja w nowoczesną linie do produkcji żelek - koszt około 29,7 mln PLN, z czego z emisji przeznaczono około 11 mln PLN;
- zakup 64% udziałów w PWC Odra za kwotę 25,7 mln PLN;
- inwestycje w środki trwałe na kwotę około 3,3 mln PLN.

Pozostała część kwoty związanej z inwestycją w linię do żelek została sfinansowana kredytem inwestycyjnym w wysokości 18 mln PLN, z terminem spłaty w 2017 r. Wzrost skali działania grupy przełożył się na zwiększone zapotrzebowania na kapitał obrotowy, co skutkowało także wzrostem zadłużenia krótkoterminowego. Istotny wzrost zadłużenia nastąpił w 2011 r. w stosunku do 2010 r. kiedy to wzrosło ono o około 30 mln PLN i spowodowało obciążenie wyniku finansowego kosztami odsetkowymi.

Ze względu na gorszą od oczekiwanej sytuacji finansowej PWC Odra w pierwszym roku konsolidacji jej wyników zaksięgowano jednorazowe koszty związane z koniecznością zawiązania rezerw, odpisów aktualizujących itp., co negatywnie obciążyło zysk operacyjny w 2011 r. Poza kosztami jednorazowymi wzrost cen podstawowych surowców używanych do produkcji przełożył się dodatkowo na pogorszenie marży brutto na sprzedaży, osłabiając dynamikę poprawy wyników grupy.

Uważamy, iż nowy kontrakt na produkcję żelek dla marki FRUGO oraz przebudowa portfela produktowego w PWC Odra wraz z przeprowadzonym procesem restrukturyzacji powinny pozwolić na dalszy wzrost przychodów oraz poprawę wyników począwszy od 2013 r.

Wycena spółki

Do wyceny spółki ZPC Otmuchów S.A posłużyliśmy się dwoma metodami wyceny (DCF oraz wskaźnikowa). W wyniku zastosowania obu metod otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 12,68 PLN/akcję.

Model wyceny DCF polega na zdyskontowaniu wolnych przepływów pieniężnych przy użyciu średnioważonego kosztu kapitału właściwego dla spółki. Wycena została sporządzona w oparciu o prognozy zamieszczone w niniejszym raporcie. Wydatki inwestycyjne począwszy od 2013 r. będą wiązały się z kosztami odtworzeniowymi. Wolne przepływy pieniężne spółki zostały zdyskontowane na dzień 1.1.2013 r.

Do sporządzenia wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- stopa w wolna od ryzyka w wysokości 4,0% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),
- premia za ryzyko 5%,
- beta = w 2013 r. na poziomie 2x, w kolejnych latach na niższych poziomach;
- realna stopa wzrostu po okresie prognozy = 2%,
- prognozowany dług netto na koniec 2012 r.,

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	IIIQ 11	I-IIIQ 11	IIIQ 12P	I-IIIQ 12P
Przychody netto ze sprzedaży	157	229	320	352	380	399	52	144	75	231
zmiana	*9.7%*	*46.0%*	*40.0%*	*10.0%*	*8.0%*	*5.0%*	-	-	*45.4%*	*59.6%*
EBITDA	18	21	26	34	38	41	4	11	7	17
zmiana	*0.5%*	*19.6%*	*23.8%*	*29.3%*	*16.6%*	*7.3%*	-	-	*56.6%*	*60.3%*
EBIT	14	14	14	20	23	25	3	6	4	9
zmiana	*-6.3%*	*4.1%*	*-4.3%*	*48.8%*	*22.9%*	*8.7%*	-	-	*35.9%*	*40.2%*
Zysk netto	10	10	7	13	16	18	0	4	2	5
zmiana	*-5.7%*	*-7.4%*	*-25.6%*	*78.6%*	*35.4%*	*14.8%*	-	-	*335.2%*	*14.2%*
Zysk netto skorygowany	10	10	7	13	16	18	0	4	2	5
zmiana	*-5.7%*	*-7.4%*	*-25.6%*	*78.6%*	*35.4%*	*14.8%*	-	-	*335.2%*	*14.2%*
Marża EBITDA	11.4%	9.3%	8.3%	9.7%	10.0%	10.2%	8.1%	7.5%	8.7%	7.6%
Marża EBIT	8.7%	6.2%	4.3%	5.8%	6.1%	6.3%	5.2%	4.3%	4.8%	3.8%
Rentowność netto	6.7%	4.2%	2.3%	3.7%	4.2%	4.6%	0.8%	2.7%	2.5%	2.0%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Aktywa ogółem	184	279	312	324	337	348
Aktywa trwałe	93	189	184	184	184	186
Aktywa obrotowe	90	90	128	141	153	162
Kapitał własny	111	131	139	150	166	184
Zobowiązania i rezerwy ogółem	183	279	312	324	337	348
Dług netto	11	66	67	59	47	34
Kapitał obrotowy	24	31	44	49	53	55
Kapitał zaangażowany	122	197	205	209	213	218
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	6	26	13	27	31	35
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-35	-89	-8	-14	-16	-18
Środki pieniężne z działalności finansowej	49	43	0	-12	-14	-14
Środki pieniężne na koniec okresu	21	2	6	8	8	10
Dług netto/EBITDA	0.60	3.07	2.52	1.79	1.24	0.83
ROE	13.4%	8.0%	5.4%	8.6%	10.0%	10.4%
ROACE	11.4%	7.2%	5.5%	7.4%	8.9%	9.4%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wycena DCF (mln PLN)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Prognozy										
EBIT	**20**	**23**	**25**	**28**	**29**	**29**	**29**	**30**	**31**	**32**
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	**15**	**19**	**20**	**23**	**24**	**24**	**24**	**24**	**25**	**26**
Amortyzacja	14	15	16	17	17	18	18	19	19	20
Nakłady inwestycyjne	8	14	16	18	19	19	19	19	20	20
Inwestycje w kapitał obrotowy	4	4	3	3	2	2	2	2	2	2
FCF	**16**	**15**	**17**	**18**	**20**	**20**	**21**	**22**	**23**	**24**
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	31%	27%	22%	16%	14%	13%	12%	11%	11%	10%
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Koszt długu po opodatkowaniu	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Koszt kapitału	12.0%	12.0%	11.6%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
WACC	**9.8%**	**10.1%**	**10.1%**	**10.2%**	**10.1%**	**10.2%**	**10.2%**	**10.3%**	**10.4%**	**10.4%**
Wycena										
DFCF	**14**	**13**	**13**	**12**	**12**	**11**	**10**	**10**	**9**	**9**
Suma DFCF	114									
Zdyskontowana wartość rezydualna	107		realna stopa wzrostu FCF po roku 2022 =			2%				
Dług netto	67									
Kapitały mniejszości	12									
Wartość spółki	**142**									
Liczba akcji (mln sztuk)	12.748									
Wartość 1 akcji 01.01.13 (PLN)	11.17									
Cena docelowa (PLN)	**12.68**									

Źródło: PKO DM

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapital. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2012	2013	2014	2012	2013	2014
RALCORP HOLDINGS INC	USA	RAH US	3 705	4 911	28.68	23.23	21.28	11.13	10.12	9.62
COTT CORPORATION	CANADA	COT US	580	769	14.23	11.21	9.45	6.12	5.57	5.28
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	BRITAIN	ABF LN	15 248	20 213	18.22	16.78	15.29	9.62	9.00	8.43
LA DORIA SPA	ITALY	LD IM	53	70	8.95	5.48	4.47	5.44	4.54	4.54
SAPUTO INC	CANADA	SAP CN	7 517	9 966	20.18	18.79	15.70	12.18	11.35	9.51
SNYDERS-LANCE INC	USA	LNCE US	1 247	1 653	26.21	19.14	16.77	11.31	8.73	8.08
DEAN FOODS CO	USA	DF US	2 296	3 043	12.99	12.75	11.00	7.40	7.90	7.30
HIGH LINER FOODS INC	CANADA	HLF CN	364	482	12.52	10.67	9.43	8.48	7.58	6.69
INVENTURE FOODS INC	USA	SNAK US	92	121	19.16	16.28	14.27	9.09	7.86	6.91
COLIAN SA	POLAND	COL PW	82	108	16.64	11.10	9.71	7.60	5.70	5.24
WAWEL SA	POLAND	WWL PW	290	385	17.87	15.24	13.24	12.31	10.28	9.14
MIESZKO SA	POLAND	MSO PW	44	58	12.98	9.62	7.92	8.49	7.71	7.22
Mediana					**17.26**	**14.00**	**12.12**	**8.79**	**7.88**	**7.26**
ZPC Otmuchów	Polska	OTM PW	32	42	17.82	9.98	8.13	7.38	5.71	5.12
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					3.3%	-28.7%	-32.9%	-16.0%	-27.5%	-29.4%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)					**9.78**	**12.84**	**15.06**	**13.01**	**15.91**	**16.49**

Źródło: Bloomberg, PKO DM

PKO Dom Maklerski

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22) 521-80-00, fax (0-22) 521-79-46

e-mail: infodm@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Telefony kontaktowe

Dyrektor Sektor wydobywczy	Artur Iwański (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Sektor energetyczny, deweloperski	Stanisław Ozga (022) 521 79 13 stanislaw.ozga@pkobp.pl
Sektor finansowy	Jaromir Szortyka (022) 580 39 47 jaromir.szortyka@pkobp.pl
Handel, media, telekomunikacja, informatyka	Włodzimierz Giller (022) 521 79 17 wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Przemysł, budownictwo, inne	Piotr Łopaciuk (022) 521 48 12 piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Analiza techniczna	Paweł Małmyga (022) 521 65 73 pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(0-22) 521 79 19 wojciech.zelechowski@pkobp.pl	Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Maciej Kałuża	(0-22) 521 91 50 maciej.kaluza@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 91 33 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Igor Szczepaniec	(0-22) 521 65 41 igor.szczepaniec@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(0-22) 521 82 10 tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl	Marcin Borciuch	(0-22) 521 82 12 marcin.borciuch@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki	(0-22) 521 82 13 tomasz.zabrocki@pkobp.pl	Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl
Michał Sergejev	(0-22) 521 82 14 michal.sergejev@pkobp.pl		

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu
Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%
Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obarczona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiekolwiek 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 lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym *„Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumen-*