

poniedziałek, 20 listopada 2017 | komentarz specjalny

Tarczyński – Podsumowanie konferencji po 3Q'17

Pozycjonowanie: przeważaj (podwyższone) | cena bieżąca: 11,00 PLN

TAR.PW; TAR.WA | Przemysł spożywczy, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Na spotkaniach z inwestorami Zarząd spółki Tarczyński skomentował, że poczynione w Grupie działania optymalizacyjne przełożyły się na wzrost realizowanego przychodu na kilogram produktu. Spółka zrezygnowała z części nierentownych wyrobów oraz położyła większy nacisk na optymalizację procesów produkcyjnych, usprawnienie polityki zakupowej oraz zmniejszanie kosztów transportu. Efekty powinny mieć wpływ na wyniki również w kolejnych kwartałach. W przyszłym roku spółka prawdopodobnie powróci do realizacji kampanii reklamowych (oczekujemy wydatków na poziomie 7,0 mln PLN vs. 1,4 mln PLN w bieżącym roku), Zarząd oczekuje również wzrostu kosztów pracy, ale mimo tego według naszych szacunków spółka wyceniana jest na wskaźnikach 7,8x P/E'18 oraz 5,1x EV/EBITDA'18. Spółka nadal ostrożnie wypowiada się na temat przyszłorocznej dywidendy (nasze założenie 4,5% DYield, 0,50 PLN/akcja przy wskaźniku dług netto/EBITDA'18 2,8x). Oczekujemy dynamicznego wzrostu wyników w 4Q'17. Aktualizujemy nasze oczekiwania dla 2017 i 2018 rok oraz podwyższamy nasze pozycjonowanie z równoważ do przeważaj.

Podsumowanie konferencji wynikowej:

- W 3Q'17 skonsolidowane przychody ogółem wzrosły o 11,9% r/r, ale wynikało to głównie z wyższego zanotowanego przychodu generowanego na każdym kilogramie produktu (+8,8% r/r). Wyższe przychody na wolumenie wynikały przede wszystkim ze zmiany struktury sprzedaży, w tym głównie ucieczki z nierentownych produktów (rezygnacja z 236 indeksów sprzedażowych). Ponadto, spółka na przełomie 2Q'17 i 3Q'17 zrezygnowała lub zmniejszyła współpracę z kontrahentami, którzy nie zaakceptowali podwyżek cen produktów.
- Głównym kontrybutorem wzrostu sprzedaży w 3Q'17 był wzrost eksportu (eksport doszedł do 20% udziału w sprzedaży) oraz kontynuacja wysokiej dynamiki sprzedaży (w 3Q'17 już 52% sprzedaży). Eksport jest obecnie bardziej marżowy niż sprzedaż w kraju.

- Spółka w 3Q'17 oprócz ograniczenia sprzedaży nierentownych produktów prowadziła szereg działań zmierzających do ograniczenia kosztów. Czynności dotyczyły głównie zmniejszenia kosztów transportu (optymalizacja dostaw, zmiana części dostawców), renegotjacji umów z dostawcami (wydłużenie terminów płatności, szukanie oszczędniejszych rozwiązań), czy dalszej optymalizacji procesów produkcyjnych (robotyzacja, dłuższe serie, mniejsze przezbrojenia).
- Spółka obserwuje, że w sieciach dyskontowych coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać oferty in-out (jednorazowe promocje). W przypadku jednej z sieci oferty in-out przewyższają już cykliczną sprzedaż. Oferty in-out są mniej przewidywalne jak cykliczna sprzedaż, ale dają możliwość częstszej negocjacji ceny, co zwiększa elastyczność producenta na duże wahania cen surowca.
- Tarczyński nadal w 3Q'17 roku nie prowadził kampanii marketingowej (wydatki w 3Q'17 to jedynie 0,3 mln PLN). Spółka planuje dużą kampanię w 2018 roku, składającą się z trzech części.
- Spółka oczekuje, że Capex w 2018 roku przewyższy amortyzację (powyżej 30 mln PLN). Spółka planuje przede wszystkim inwestycje w eliminację wąskich gardeł produkcyjnych (przede wszystkim magazyn i konfekcjonowanie). Planowane jest również zwiększenie nakładów na rosnący eksport.
- Spółka po wynikach 3Q'17 nie zmieniła swojego nastawienia co do dywidendy za 2017 rok. Priorytetem jest realizacja inwestycji oraz umacnianie pozycji rynkowej. Jeżeli obydwa cele będą realizowane bez szkody dla bilansu, wówczas spółka rozważy wypłatę dywidendy.
- W 4Q'17 sprzyjać będzie obserwowany spadek cen surowca mięsnego, zyski z restrukturyzacji i brak kampanii reklamowej (spółka w 4Q nie zdąży uruchomić prawdopodobnie większej kampanii w mediach). Według naszych szacunków przychody w 4Q'17 wzrosną do 189,6 mln PLN (+3,4% r/r), EBITDA 14,3 mln PLN (+48% r/r), a wynik netto 4,4 mln PLN (+855% r/r).

Historyczne i prognozowane wyniki Grupy Tarczyński w latach 2011-2018P

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Cena	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
P/E	21,5	6,5	13,4	10,7	6,2	12,7	6,8	7,8
EV/EBITDA	7,4	4,8	6,8	6,4	5,0	6,1	4,7	5,1
DY	0,0%	6,5%	1,0%	0,0%	0,0%	5,9%	5,9%	4,5%
Dług netto / EBITDA	3,4	2,7	3,0	3,4	2,7	3,4	2,6	2,8
P/BV	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
P/(BV-goodwill)	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Grupa Tarczyński



Historyczne i prognozowane wyniki Grupy Tarczyński w latach 2011-2018P

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	378,8	386,7	448,4	494,4	542,0	648,2	734,0	770,0
zmiana r/r		2,1%	15,9%	10,3%	9,6%	19,6%	13,3%	4,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	67,2	77,2	85,9	105,8	121,2	123,6	139,0	143,1
marża	17,7%	20,0%	19,2%	21,4%	22,4%	19,1%	18,9%	18,6%
Koszty sprzedaży	48,1	45,3	56,4	63,9	79,1	85,5	88,3	95,5
Koszty zarządu	11,2	11,5	14,3	17,8	14,9	18,3	22,1	22,8
Pozostała działalność operacyjna	1,8	0,9	2,1	-2,5	5,2	-0,1	1,8	1,8
EBIT	9,6	21,2	17,3	21,6	32,2	19,7	30,4	26,6
marża	2,5%	5,5%	3,9%	4,4%	5,9%	3,0%	4,1%	3,5%
EBITDA	20,8	33,3	32,9	41,8	54,7	45,5	59,0	55,4
marża	5,5%	8,6%	7,3%	8,5%	10,1%	7,0%	8,0%	7,2%
Wynik brutto	4,695	14,1	11,9	15,0	25,0	12,6	23,2	20,0
Wynik netto	3,9	10,8	9,3	11,7	20,0	9,9	18,5	16,0
marża	1,0%	2,8%	2,1%	2,4%	3,7%	1,5%	2,5%	2,1%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	27,1	24,3	26,3	26,9	28,6	35,2	37,7	38,9
zmiana r/r		-10,3%	8,1%	2,3%	6,6%	23,0%	7,1%	3,0%
Średnia cena sprzedaży (PLN/kg)	14,0	15,9	17,1	18,4	18,9	18,4	19,4	19,8
zmiana r/r		13,8%	7,2%	7,8%	2,8%	-2,7%	5,7%	1,9%
Wynik brutto ze sprzedaży + amortyzacja / wolumen	2,9	3,7	3,9	4,7	5,0	4,2	4,4	4,4
Kampania reklamowa	b.d.	b.d.	b.d.	6,3	9,7	6,5	1,4	7,0
Liczba akcji (mln szt.)	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Kapitalizacja	83,1	69,8	124,8	124,8	124,8	124,8	124,8	124,8
Dług netto	71,1	90,6	98,5	140,8	149,8	152,8	154,8	156,1
BV	91,3	65,1	115,4	127,1	146,4	148,9	160,0	170,3
Dywidenda	-	4,5	1,3	0,0	0,0	7,4	7,4	5,7

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Grupa Tarczyński

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcje animatora emitenta oraz animatora rynku dla emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 listopada 2017 o godzinie 15:14. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 listopada 2017 o godzinie 15:14.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Tarczyński wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-05-31
kurs z dnia rekomendacji	11,20
WIG w dniu rekomendacji	60 344,58

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl