



15 lutego 2010

Komentarz specjalny

**Przemysł
spożywczy**

Polska

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl**Mispol**

MISP.WA; MIP.PW

Wyniki 3Q2009**Obecna cena 4,85 PLN**

Przychody ze sprzedaży Mispolu w 3Q2009 osiągnęły poziom 78,9 mln PLN (+25,1% r/r). Najwyższa dynamika sprzedaży miała miejsce w segmentach karmy dla zwierząt (Pet-food) (+49,0% r/r) i przetworach owocowo-warzywnych (+30,7% r/r). Mniejsze jak rok wcześniej przychody ze sprzedaży zostały zanotowane w segmencie dań gotowych (-2,5% r/r). Spółka, nawet przy mniej chłonnych rynkach jest w stanie znacząco zwiększać ilość i wartość sprzedaży swoich produktów. To przemawia za siłą konkurencyjną oferowanych produktów. Naszym zdaniem bardzo perspektywiczne są nadal rynki wschodnie (rynek rosyjski i białoruski). Wysoka rentowność zysku ze sprzedaży brutto miała miejsce w segmentach Pet-food (14,5%) i dań gotowych (14,3%), rozczarowała natomiast rentowność segmentu pasztetów i konserw (4,5% wobec 18,0% w 3Q2008). Zagrożeniem dla rentowności poszczególnych segmentów są długoterminowe kontrakty na dostawę produktów podpisywane z sieciami handlowymi. Nie zapewnijają one dopasowania cen finalnych produktów do poziomu cen artykułów rolniczych. Podjęte przez Zarząd działania oszczędnościowe przełożyły się w 3Q2009 na spadek kosztów zarządu o 16,5% r/r, a to w przyszłości będzie pozytywnie wpływało na rentowność operacyjną. Niepokojąca jest natomiast wysokość odsetek kredytowych. Szacujemy, że w całym 2009 roku wartość odsetek w relacji do EBITDA wyniesie 45%.

Spółka w trzecim kwartale 2009 osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 78,9 mln PLN (+25,1% r/r). Wysoka dynamika sprzedaży została zanotowana w segmentach Pet-food (49,0% r/r), przetworach owocowo-warzywnych (30,7% r/r) oraz konserwach i pasztetach (15,9% r/r). Jedynym segmentem w jakim zanotowano ujemną dynamikę był dania gotowe (-2,5% r/r). W segmencie konserw i pasztetów Spółka w długim okresie dąży do osiągnięcia pozycji lidera w Polsce i utrzymanie pozycji lidera na terenie Białorusi. Bardzo perspektywnym dla Mispolu rynkiem jest Rosja. Spółka posiada zakłady przetwórcze zlokalizowane na terenie Białorusi, co sprawia, że w przypadku wszelkich ograniczeń związanych z eksportem produktów żywnościowych z Polski wciąż dysponuje możliwością eksportu swoich produktów na rynki wschodnie. W przypadku segmentu dań gotowych niska dynamika w bieżącym roku związana była z osłabieniem koniunktury gospodarczej. Przetworzone produkty posiadają wyższą wartość dodaną, co sprawia, że w przypadku podejmowanych oszczędności nierzadko są pierwszymi produktami, które opuszczają koszyk konsumencki. Niskiej wartości sprzedaży omawianego segmentu oprócz małej chłonności rynku nie sprzyjały liczne akcje promocyjne konkurencji. Dobrze z kolei w omawianym segmencie sprzedawały się nowe produkty wprowadzone do oferty na rynkach wschodnich. W przypadku segmentu przetworów owocowo-warzywnych wysoka dynamika następowała mimo, iż cały rynek posiada tendencję spadkową. Ogólnie przetwory owocowe tracą na popularności względem płatków śniadaniowych. W segmencie karmy dla zwierząt bardzo dobra dynamika została osiągnięta głównie dzięki wzmożonej sprzedaży produktów z kategorii ekonomicznej i standard. Produkty te są tańsze i w okresie dekonunktury są chętniej wybierane przez właścicieli zwierząt. W obrębie omawianego segmentu na rynku zagranicznym bardzo dobrze kształtowała się sprzedaż na terenie Litwy, gdzie dynamika sięgnęła 100%.

Przychody ze sprzedaży w poszczególnych kwartałach 2008 i 2009 roku

(mln PLN)	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
Konserwy, pasztety	19,8	26,6	30,5	23,8	100,6	24,5	30,0	35,3
Dania gotowe	6,6	7,7	7,3	6,8	28,4	6,1	5,9	7,1
Przetwory owocowo-warzywne	3,7	2,8	2,9	2,8	12,2	4,1	2,1	3,8
Pet-food	21,1	18,2	20,3	28,0	87,6	28,1	25,3	30,3
Pozostałe	2,7	1,9	2,0	3,2	9,7	3,3	2,6	2,4
Suma	53,9	57,1	62,9	64,6	238,5	66,1	65,8	78,9

Źródło: DI BRE Banku

Dynamika przychodów ze sprzedaży w poszczególnych kwartałach 2009 roku i w roku 2008

	2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
Konserwy, pasztety	-1,3%	23,9%	12,8%	15,9%
Dania gotowe	14,1%	-7,8%	-23,0%	-2,5%
Przetwory owocowo-warzywne	20,7%	10,3%	-26,4%	30,7%
Pet-food	201,7%	33,1%	39,2%	49,0%
Pozostałe	-7,2%	22,9%	37,9%	25,1%
Suma	-7,2%	22,9%	37,9%	25,1%

Źródło: DI BRE Banku

Spółka w 3Q2009 osiągnęła marżę operacyjną brutto ze sprzedaży na poziomie 9,4%, wobec 14,1% w analogicznym okresie rok wcześniej. Wysoką rentowność wykazywały segmenty dań gotowych (14,3%), Pet-food (14,5%) oraz przetworów owocowo-warzywnych (7,0%). Sporo niższą jak przed rokiem rentowność osiągnął segment konserw i pasztetów (4,5% wobec 18,0% rok wcześniej). Było to związane z wprowadzeniem nowych produktów w ramach segmentu, oraz wzmoczonej akcji promocyjnej konkurentów z branży. Nie bez znaczenia były również nadal wysokie ceny drobiu, mięsa wieprzowego oraz opakowań. W segmencie karmy dla zwierząt (Pet-Food) wysokiej dynamice przychodów towarzyszyła rosnąca rentowność. W sumie w 3Q2009 marża zysku brutto ze sprzedaży dla tego segmentu wzrosła z 9,7% w 3Q2008 do 14,5%. Również wysoką rentowność osiągnął segment dań gotowych. Marże były porównywalne do poprzedniego roku, mimo, że na rynku konkurenci podejmowali liczne akcje promocyjne, a rynek był mniej chłonny niż rok wcześniej. Z kolei Spółka zdołała utrzymać przyzwoitą rentowność w segmencie przetworów owocowo-warzywnych. Mimo kurczącego się rynku, Mispol nie był zmuszony do obrony swoich rynków zbytu poprzez znaczące obniżanie ceny.

Głównym czynnikiem ryzyka dla rentowności poszczególnych segmentów są wieloletnie umowy zawiązywane z dużymi sieciami handlowymi. Przewidują one określone ceny produktów w czasie obowiązywania umowy. Z kolei potrzebne do produkcji surowce są zakupywane na rynku spotowym. To powoduje, że w momencie, gdy ceny produktów rolnych wzrastają dynamicznie, to Spółka nie jest w stanie w pełni przenieść tych cen na konsumenta. A wówczas zmniejszeniu ulega rentowność.

Marża zysku brutto ze sprzedaży z uwzględnieniem kosztów sprzedaży w poszczególnych kwartałach w 2008 i 2009 roku

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
Konserwy, pasztety	20,6%	15,8%	18,0%	1,7%	14,1%	6,0%	6,6%	4,5%
Dania gotowe	6,7%	9,2%	14,5%	5,8%	9,1%	12,9%	12,5%	14,3%
Przetwory owocowo-warzywne	5,6%	12,0%	4,3%	13,7%	8,6%	7,4%	11,6%	7,0%
Pet-food	4,8%	9,3%	9,7%	12,7%	9,4%	12,4%	-3,3%	14,5%
Pozostałe	16,7%	13,4%	13,6%	1,5%	10,4%	21,8%	-0,4%	7,5%
Suma	11,5%	12,6%	14,1%	7,4%	11,3%	10,2%	3,2%	9,4%

Źródło: DI BRE Banku

W ciągu 2009 roku Spółka przeprowadziła szereg oszczędności. W sumie w 3Q2009 koszty zarządu spadły o 16,5% r/r. W przyszłości działania te powinny znaleźć odzwierciedlenie w wyższej rentowności całego przedsiębiorstwa. Spółka posiada znaczące zadłużenie kredytowe, wskaźnik Dług netto/EBITDA w 2009 roku szacowany jest na poziomie 5,0. Wysoki stopień zadłużenia jest dosyć powszechny dla spółek spożywczych w Polsce. Niesprzyjającym dla Mispolu faktem jest wysoki koszt kredytowania zewnętrznego. W 2009 roku udział odsetek do EBITDA szacowany jest przez nas na 45%. Poziom ten jest wysoki w porównaniu do rynkowej konkurencji. Spółka w 2009 roku jest notowana ze wskaźnikiem EV/EBITDA na poziomie 8,7. Wpłynęły na to wysokie koszty finansowe zanotowane w pierwszym kwartale oraz mniejsza rentowność działalności operacyjnej w 2Q2009. Naszym zdaniem kolejny rok powinien przynieść Spółce okazję do wypracowania znacząco lepszych niż w obecnym roku wyników.

Wybrane wskaźniki dla Spółki Mispol w 2009 roku

	2009P
EV/EBITDA*	8,7
Dług netto / EBITDA*	5,0
Dług netto / EBIT*	9,1
Odsetki / EBITDA*	45%

Źródło: DI BRE Banku; *Przy założeniu, że w 4Q2009 EBIT wyniesie 4,9 mln PLN, a amortyzacja i dług netto pozostaną na poziomie z 3Q2009.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

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**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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 stanowił 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka, PGE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.