



Przemysł spożywczy

Polska

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

# Kruszwica

KSW PW; KSWP.WA

## Spadek cen rzepaku = poprawa marż

### Obecna cena 33,5 PLN

Spadające od początku roku o ponad 18% ceny rzepaku to efekt spodziewanych bardzo dobrych zbiorów w sezonie 2013/2014. Komisja Europejska spodziewa się wzrostu zbiorów rzepaku w Polsce o około 1/3 r/r do 2,5 mln ton - wynik po raz ostatni widziany w 2009 roku. Wraz ze spadkiem cen ziaren rzepaku marże na tłoczeniu oleju rzepakowego w Europie uległy zwiększeniu do najwyższego od pięciu lat poziomu, a w Polsce do najwyższego poziomu od dwóch lat. Spodziewane dobre zbiory rzepaku powinny wpłynąć na zwiększenie marży przerobowej Kruszwicy w segmencie produktów masowych (olej rzepakowy, śruta rzepakowa; 46% przychodów Grupy), a spadające ceny oleju rzepakowego zwiększą rentowność segmentu produktów spożywczych (spadająca cena surowca; 54% przychodów Grupy). Oczekujemy poprawy wyników finansowych Grupy Kruszwica w 2013 i 2014 roku. Obecnie według szacunków Spółka handlowana jest ze wskaźnikami P/E'13 10,0x (P/E'14 9,0x) oraz EV/EBITDA'13 6,6x (EV/EBITDA'14 6,1x). Spadające ceny rzepaku i oleju rzepakowego naszym zdaniem przełożą się w bieżącym roku na spadek wielkości kapitału obrotowego, a Spółka powróci do generowania wysokich przepływów gotówki z działalności operacyjnej (od początku 2008 roku CFO/EBITDA 84%). Poprawa wyników finansowych oraz spadek zadłużenia netto w Grupie spowodować może, że Kruszwica powróci do polityki wypłaty wysokich dywidend z zysku (w ostatnich 3 latach Spółka wypłacała w dywidendzie między 50-75% wartości wypracowanego wyniku netto).

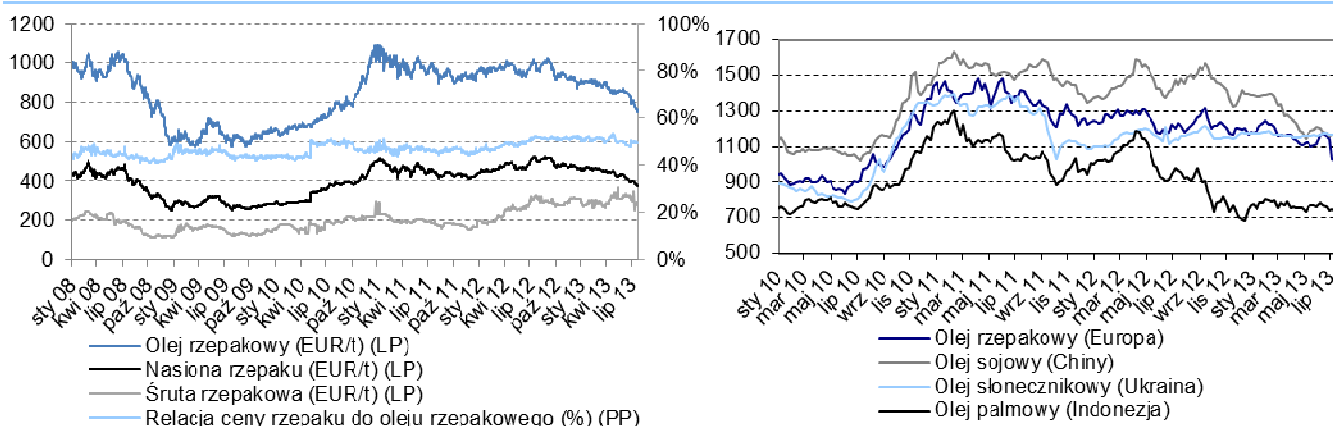
### Ceny rzepaku w Europie

Od początku roku ceny rzepaku w Europie spadły o ponad 18% w oczekiwaniu na dobre zbiory tej uprawy w Europie. Komisja Europejska ocenia, że zbiory rzepaku w Europie (UE-28) w bieżącym sezonie wyniosą 20,3 mln ton i będą o 7% r/r wyższe. W Polsce zbiory wyniosą około 2,5 mln ton i będą o około 1/3 r/r wyższe (ostatnie tak rekordowe zbiory miały miejsce w roku 2009). Nie zmaterializowały się również wcześniejsze przewidywania, że zbiorom (te zaczynają się w trzeciej dekadzie lipca) zaszkodzić mogą obfite opady deszczu, jakie doprowadziły do wezbrania wody w Niemczech, Czechach i na Węgrzech. Dodatkowo dobre zbiory rzepaku zapowiadają się na terenie Ukrainy, która znaczącą część swojej produkcji eksportuje do Europy, w tym Polski.

Ceny rzepaku dodatkowo muszą uwzględniać taniejący olej rzepakowy (produkt ekstrakcji ziaren). Ten nie jest wspierany przez niepewność odnośnie zapotrzebowania na biokomponenty do paliwa w Europie, dlatego musi konkurować z olejami słonecznikowym (spodziewana wyższa podaż z regionu Morza Czarnego) oraz sojowym (spodziewana wyższa podaż z Argentyny).

Obecnie rozpoczynające się zbiory rzepaku w Europie wskazują na dobre i bardzo dobre uzyski z hektara, co dodatkowo może spowodować rewizję w górę ostatecznie zebranego ziarna.

### Ceny oleju rzepakowego, rzepaku i śruty słonecznikowej oraz relacja ceny rzepaku do oleju rzepakowego w latach 2008-2013 (L) oraz notowania cen olejów roślinnych w latach 2010-2013 (USD/t) (P)

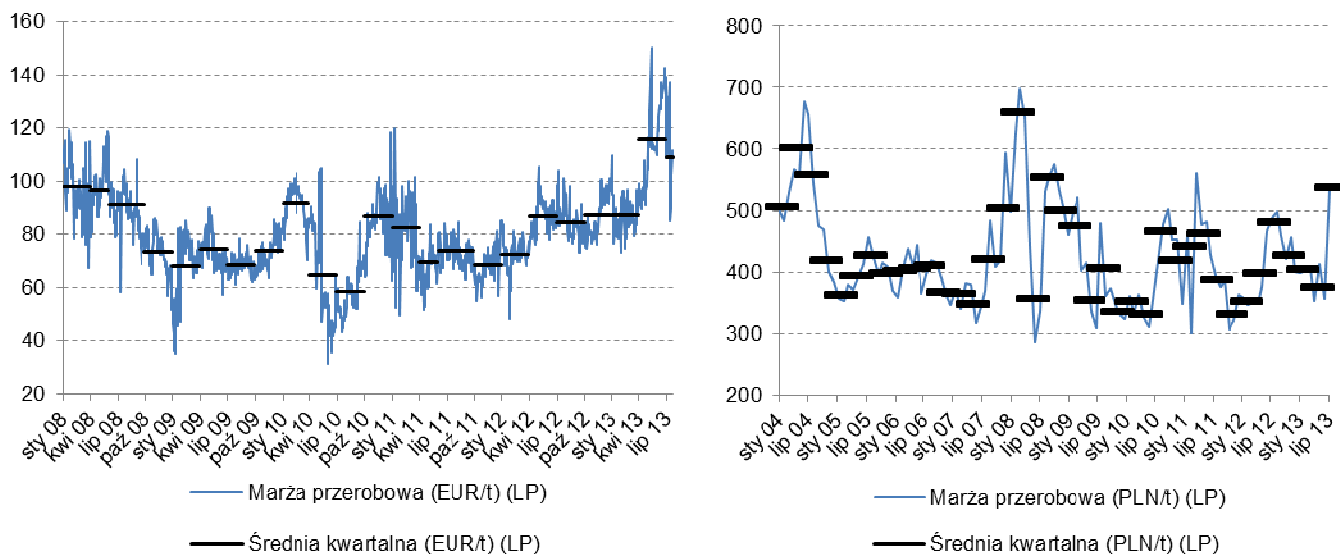


Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Agroperspectiva

Relacja ceny rzepaku do oleju rzepakowego znajduje się obecnie na poziomie nieznacznie wyższym niż wynikałoby to ze średniej od 2008 roku (49,8% vs. średnia 47%), co może przemawiać za dalszym spadkiem cen nasion. Od początku roku cena nasion rzepaku spadła o ponad 18%, oleju rzepakowego o 16%, a śruty słonecznikowej o niecałe 7%. Marża na

łoczeniu rzepaku obecnie jest na poziomie o 15% wyższym niż na początku roku i na poziomie najwyższym od roku 2008.

### Marża na tłoczeniu rzepaku w Europie (L) oraz w Polsce (P)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Ministerstwo Rolnictwa

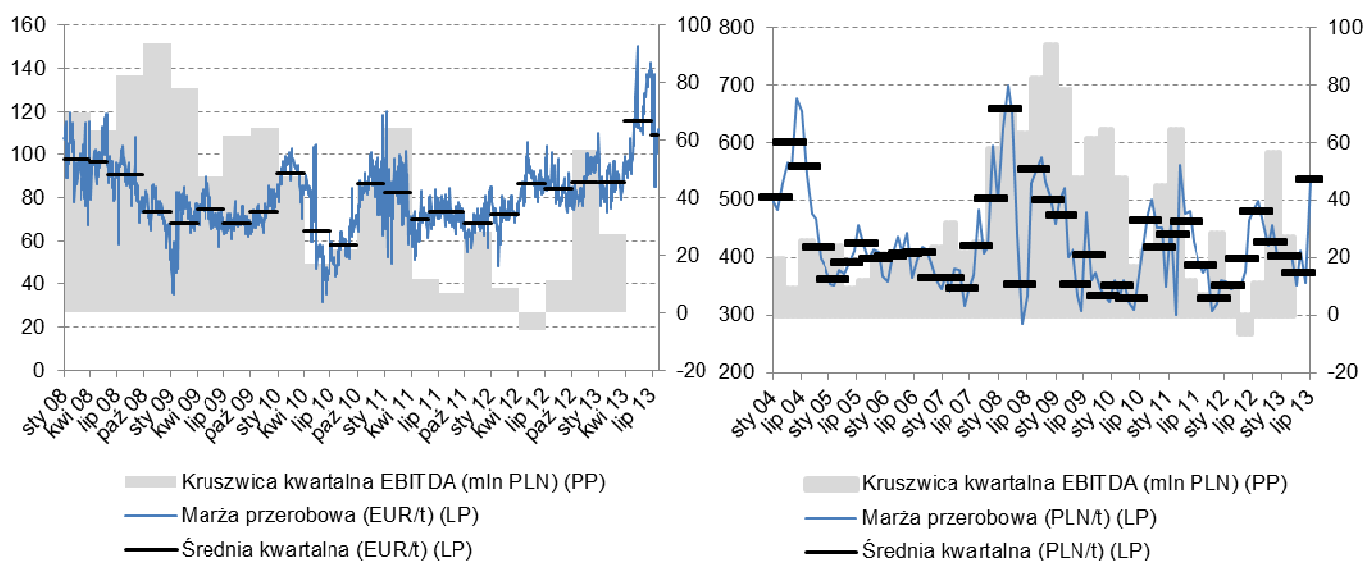
### Spadek cen rzepaku a rentowność Kruszwicy

Niższe ceny rzepaku i większa dostępność ziarna pozytywnie przekładają się na rentowność segmentu związanego z produkcją wyrobów spożywczych (około 54% przychodów Grupy) (oleje konfekcjonowane, margaryny, tłuszcze cukiernicze). Jest to efektem spadku cen głównego surowca używanego do produkcji - oleju roślinnego.

W przypadku segmentu sprzedaży artykułów masowych (olej rzepakowy, śruta rzepakowa) wzrost marży przerobowych przekłada się na wyższe wartości EBITDA osiągnięte na każdej tonie przerobionego rzepaku, a ostatecznie do wzrostu rentowności i nominalnych wyników finansowych.

Historycznie, poza rokiem 2012, który obarczony był ponad 20 mln PLN kosztami związanymi z restrukturyzacją oddziału warszawskiego, zawsze zmiany marży przerobowej na rzepaku były skorelowane z wynikami osiąganymi przez Grupę Kruszwica. Obecnie, w 3Q'13, po drastycznych spadkach cen nasion rzepaku marże przerobowe na tej uprawie zarówno w kraju, jak i zagranicą wzrosły do wysokich na tle historycznych danych poziomów (w Polsce najwyższy od dwóch lat poziom, a w Europie najwyższy od 2008 roku poziom).

### Wyniki kwartalne EBITDA Kruszwicy na tle marży przerobowych rzepaku w Europie (L) oraz w Polsce (P)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg, Ministerstwo Rolnictwa

Pierwsze efekty wyższej marży przerobowej powinny być widoczne już w 2Q'13, ale największego wpływu jej wzrostu spodziewamy się w 3Q'13, gdy Spółka rozpocznie przerabianie nasion z nowych zbiorów.

Po przeprowadzonej w 2012 roku restrukturyzacji (oddział warszawski - łącznie koszty około 20 mln PLN) w 2013 roku Spółka nie powinna już księgować dodatkowych kosztów związanych z przebudową Grupy.

### Prognoza DI BRE Banku dla Kruszwicy na lata 2013-2014

- W 2013 roku spodziewamy się 1% r/r spadku wolumenu sprzedaży Grupy do poziomu 965 tys. ton, co związane jest ze słabymi wolumenami sprzedaży w 1H'13 (słabe zbiory roku 2012 + wysoka konkurencja o ziarno + konkurencja ze strony podmiotów omijających przepisy podatkowe) oraz nieco lepszą drugą połową roku (efekt wyższych zbiorów 2013 roku).
- Oczekujemy spadku wielkości przychodów w 2013 roku o 6,6% r/r do poziomu 2 530,1 mln PLN, co wynika głównie z niższych cen sprzedaży (efekt spadku średniej ceny oleju rzepakowego, a przez to cen w segmencie produktów masowych).
- Zakładamy, że wraz ze spadkiem cen oleju rzepakowego oraz wzrostem marży przerobowych wartość EBITDA na tonę każdego sprzedanego produktu wzrośnie do poziomu 168 PLN/t w 2013 roku i 170 PLN/t w 2014 roku. Nasze założenie odnośnie marżowości Grupy Kruszwica wydaje się jednocześnie konserwatywne, jeśli weźmiemy pod uwagę, że EBITDA na tonę po ostatnich tak dobrych zbiorach w 2008 roku sięgnęła 237,9 PLN/t.
- W 2013 roku oczekujemy, że przepływ gotówki z działalności operacyjnej sięgnie 80% wartości EBITDA wygenerowanej w tym samym okresie, a w 2014 roku 60% (od początku 2008 roku 84%). Przy spadających cenach nasion i produktów Spółka nie musi angażować tak dużego kapitału obrotowego, a sprzedaż drogich towarów z roku 2012 powinna mieć pozytywny wpływ na obniżkę zaangażowanego kapitału pracującego.
- Oczekujemy, że niższa wartość zaangażowanego kapitału obrotowego przełoży się na niższe koszty odsetkowe prowadzonej działalności.
- Zakładamy, że w 2013 roku Spółka na Capex przeznaczy 20 mln PLN, a w 2014 roku 30 mln PLN.
- Oczekujemy, że Kruszwica po udanym wynikowo 2013 roku mogłaby powrócić do polityki wypłaty dywidendy akcjonariuszom (Bunge - główny akcjonariusz kontroluje obecnie 64% udziałów w Kruszwicy).

### Wyniki dla Kruszwicy na lata 2011-2014

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P
Cena	33,50	33,50	33,50	33,50
P/E	25,7	225,6	10,0	9,0
EV/EBITDA	12,1	15,6	6,6	6,1
DY	2,6%	2,9%	0,3%	5,0%
Dług netto / EBITDA	4,5	5,5	1,9	1,6
Przychody	2 331,9	2 708,7	2 530,1	2 581,4
zmiana (%)	22,4%	16,2%	-6,6%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	223,4	233,3	344,1	374,4
marża	9,6%	8,6%	13,6%	14,5%
Koszty sprzedaży	147,3	159,0	174,3	185,7
Koszty zarządu	25,1	52,8	47,1	48,5
EBITDA	101,2	75,8	162,2	170,3
marża (%)	4,3%	2,8%	6,4%	6,6%
EBIT	57,1	34,9	120,7	128,2
marża (%)	2,4%	1,3%	4,8%	5,0%
Działalność finansowa	-18,7	-29,4	-25,7	-22,5
Zysk netto	30,0	3,4	76,9	85,6
Dług netto	459,3	414,9	307,7	274,0
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	897	976	965	1 000
Zysk brutto/t (PLN/t)	249	239	356	374
(Zysk brutto + amortyzacja)/t (PLN/t)	298	281	399	417
EBITDA/t (PLN/t)	113	78	168	170

Źródło: DI BRE Banku



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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64  
[pawel.szpigiel@dibre.com.pl](mailto:pawel.szpigiel@dibre.com.pl)  
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

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

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16  
[szymon.kubka@dibre.com.pl](mailto:szymon.kubka@dibre.com.pl)

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25  
[anna.lagowska@dibre.com.pl](mailto:anna.lagowska@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76  
[adam.mizera@dibre.com.pl](mailto:adam.mizera@dibre.com.pl)

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 dzieleny przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - 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 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.

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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Tarczyński.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.