



Przemysł Spożywczy

Polska

Cena bieżąca	14,8 PLN
Cena docelowa	17,2 PLN
Kapitalizacja	170 mln PLN
Free float	60 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,54 mln PLN

Struktura akcjonariatu

EJT Investment S.à r.l.	47,12%
Jacek i Elżbieta Tarczyński	8,82%
ING OFE	8,81%
AVIVA OFE	8,64%
Pozostali	26,61%

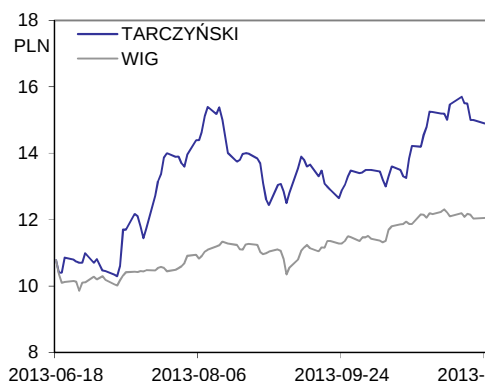
Strategia dotycząca sektora

Dynamicznie rosnące ceny zbóż w latach 2010-2012 wywierały presję na wzrost cen żywca i wzrost kosztów wytworzenia przetwórców mięsa. Od początku 2012 roku większość z nich zdecydowała się na podwyżki cen produktów, które przy spadających w końcówce 2012 roku cenach mięsa przełożyły się na wzrost rentowności ich działalności. Obecnie ceny mięsa spadają, co powinno się przełożyć na poprawę wyników w 4Q'13 oraz w pierwszej połowie 2014 roku.

Profil spółki

Spółka produkuje wędliny, wędzonki, pieczenie, kiełbasy i przetwory z mięsa. Grupa koncentruje się na produktach o wysokiej wartości dodanej i wysokim stopniu przetworzenia. Najbardziej znanym produktem Grupy Tarczyński jest *kabanos extra*.

Kurs akcji TAR na tle WIG



Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Tarczyński

TAR.PW; TARP.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena mięsa w dół, rentowność w górę...

Rekordowy w historii Spółki wolumen sprzedaży produktów w 3Q'13 (7,3 tys. ton; +18,9% r/r) zrekompensował dynamicznie rosnące ceny mięsa na przestrzeni kwartału (+15%). W rezultacie wygenerowana w 3Q'13 EBITDA była na poziomie analogicznym do ubiegłorocznego. O ile rosnące ceny mięsa wieprzowego w 3Q'13 zmniejszyły marżę przetwórcy, to ich spadki zanotowane w ostatnich tygodniach implikować będą wyższą rentowność w okresie 4Q'13. Podobnie jak w roku ubiegłym liczymy, że w czwartym kwartale Tarczyński wygeneruje około 1/3 całorocznej EBITDA. Obniżamy naszą prognozę wyniku EBITDA na 2013 rok z 35,1 mln PLN do 34,4 mln PLN (efektem dodatkowych kosztów reklamowych w 4Q'13 - 1,5 mln PLN) oraz obniżamy prognozę wyniku netto z 14,7 mln PLN do 12,1 mln PLN (efekt wyższej o 1,7 mln PLN amortyzacji). Obecnie Tarczyński notowany jest na wskaźnikach P/E'14 12,0x i EV/EBITDA'14 6,0x z odpowiednio 6,1% premią i 3,2% dyskontem do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla akcji Tarczyński, a cenę docelową obniżamy z 17,4 PLN na 17,2 PLN (efekt zakupu dodatkowego sprzętu za ponad 17 mln PLN w 1-3Q'13).

Wyniki 3Q'13

Mimo dynamicznie rosnących cen mięsa na przestrzeni 3Q'13 (+15% w skali 3Q'13) Spółce udało się utrzymać wynik EBITDA na niezmiennym poziomie (7,1 mln PLN). W rezultacie wynik operacyjny w 3Q'13 wyniósł 3,5 mln PLN (+19,5% vs. oczekiwania DI BRE i -15,0% r/r) - spadki EBIT to efekt głównie wyższej o 0,7 mln PLN amortyzacji.

Wynik netto w 3Q'13 wyniósł 1,8 mln PLN i był o 27,0% wyższy niż zakładaliśmy w prognozach i o 0,2% wyższy niż w 3Q'12.

Spółka na przestrzeni 3Q'13 wyraźnie poprawiła przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+11,2 mln PLN vs. +6,0 mln PLN w 3Q'12). W sumie po 1-3Q'13 przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł 22,9 mln PLN i stanowił 98,5% EBITDA wygenerowanej w tym okresie.

Ceny mięsa na rynku niemieckim

Pod koniec 2Q'13 cena surowca mięsnego (indeks ZMP) zaczęła rosnąć i w VIII'13 doszła do poziomu 1,93 EUR/kg (8,2 PLN/kg). Począwszy od IX'13 cena mięsa na terenie Niemiec zaczęła gwałtownie spadać, co po przeprowadzonych w VIII'13 bieżącego roku podwyżkach przełoży się na wzrost rentowności prowadzonej działalności. Obecnie indeks mięsa ZMP spadł do poziomu 1,65 EUR/kg (6,88 PLN/kg), wobec całorocznej średniej 1,71 EUR/kg (7,16 PLN/kg).

(mln PLN)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody	386,7	446,4	485,6	541,3	601,9
EBITDA	33,3	34,4	37,0	40,2	41,1
marża EBITDA	8,6%	7,7%	7,6%	7,4%	6,8%
EBIT	21,2	20,5	21,9	21,1	21,6
Zysk netto	10,8	12,1	14,0	14,3	14,7
DYield	4,8%	0,8%	0,0%	5,0%	5,5%
P/E	8,7	13,9	12,0	11,8	11,4
P/CE	4,1	6,5	5,8	5,0	4,9
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,5	6,7	6,0	5,4	5,1

Wyniki 3Q'13

W 3Q'13 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Tarczyński wyniosły 120,8 mln PLN i były o 7,5% wyższe od naszych oczekiwań i o 25,1% r/r wyższe.

Dynamicznie rosnące na przestrzeni 3Q'13 ceny mięsa wieprzowego (+15% w skali 3Q'13) spowodowały spadek marży brutto ze sprzedaży z 18,4% w 3Q'12 do 16,0% w 3Q'13 (oczekiwania DI BRE 18% w 3Q'13). Mimo 13% r/r wzrostu kosztów sprzedaży i zarządu w 3Q'13, te okazały się o 1,2 mln PLN niższe od naszych prognoz. W rezultacie wynik operacyjny w 3Q'13 wyniósł 3,5 mln PLN (+19,5% vs. oczekiwania DI BRE i -15% r/r). Warto zauważyć, że mimo bardzo niesprzyjających warunków w okresie 3Q'13 (dynamiczny wzrost surowca mięsnego) Spółce udało się utrzymać wynik EBITDA na niezmiennym poziomie (7,1 mln PLN) (spadki EBIT to efekt głównie wyższej o 0,7 mln PLN amortyzacji).

Wynik netto w 3Q'13 wyniósł 1,8 mln PLN i był o 27,0% wyższy niż zakładaliśmy w prognozach i o 0,2% wyższy niż w 3Q'12.

Realizacja Prognoz DI BRE Banku dla Grupy Tarczyński w 3Q'13

(mln PLN)	3Q'13	3Q'12	zmiana	3Q'13P	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	120,8	96,6	25,1%	112,4	7,5%	452,1	386,7	16,9%
EBITDA	7,1	7,1	0,2%	5,9	20,6%	35,1	33,3	5,4%
marża	5,9%	7,7%		5,2%		7,8%	8,6%	
EBIT	3,5	4,1	-15,0%	2,9	19,5%	22,9	21,2	7,6%
Zysk brutto	2,3	2,2	4,2%	1,7	34,1%	17,8	14,1	26,3%
Zysk netto	1,8	1,8	0,2%	1,4	27,0%	14,7	10,8	36,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A. Tarczyński S.A.

W 3Q'13 wolumen sprzedaży Grupy Tarczyński wyniósł 7,3 tys. ton (+18,9% r/r), z czego wolumen produktów przetworzonych 7,13 tys. ton (+24,1% r/r). Spółka tym samym zanotowała wolumenowy rekord sprzedaży w historii swojej działalności. Średnie ceny sprzedaży produktów w 3Q'13 były o 3% q/q wyższe oraz 5,2% r/r wyższe. Wyższe ceny to z jednej strony efekt przeprowadzonych na przestrzeni ostatniego roku podwyżek, z drugiej zaś zmiany mixu produktowego w kierunku większej ilości produktów o wyższej wartości dodanej i cenie.

Rachunek zysków i strat Grupy Tarczyński latach 2012 – 2013

(mln PLN)	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13P
Przychody ze sprzedaży	96,7	91,5	96,6	101,9	99,5	109,7	120,8	116,4
Zysk brutto ze sprzedaży	18,1	19,4	17,8	21,8	23,0	20,7	19,4	25,4
marża	18,7%	21,2%	18,4%	21,4%	23,1%	18,9%	16,0%	21,8%
Koszty sprzedaży	10,5	11,7	11,4	11,7	14,1	13,8	12,7	14,5
Koszty zarządu	3,0	3,1	2,9	2,5	3,5	3,6	3,4	3,4
Pozostała działalność operacyjna	0,3	0,2	0,6	-0,2	0,3	0,5	0,2	0,0
EBIT	4,9	4,8	4,1	7,4	5,7	3,9	3,5	7,5
marża	5,1%	5,3%	4,2%	7,2%	5,7%	3,5%	2,9%	6,4%
EBITDA	7,9	7,8	7,1	10,5	8,9	7,3	7,1	11,2
marża	8,1%	8,5%	7,4%	10,3%	8,9%	6,7%	5,9%	9,6%
Zysk brutto	3,1	3,2	2,2	5,6	4,2	2,4	2,3	6,1
Zysk netto	2,5	2,3	1,8	4,2	3,2	2,1	1,8	4,9
marża	2,5%	2,5%	1,9%	4,1%	3,2%	1,9%	1,5%	4,2%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	6,20	5,76	6,14	6,21	5,97	6,83	7,30	7,04
Produkty przetworzone (tys. ton)	5,65	5,28	5,75	5,77	5,52	6,50	7,13	6,88
Mięso (tys. ton)	0,55	0,48	0,39	0,44	0,45	0,33	0,17	0,15
Średnia cena sprzedaży (PLN/kg)	15,6	15,9	15,7	16,4	16,7	16,1	16,5	16,5

Źródło: DI BRE Banku S.A. Tarczyński S.A.

Spółka na przestrzeni 3Q'13 wyraźnie poprawiła przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+11,2 mln PLN vs. +6,0 mln PLN w 3Q'12). Główną tego przyczyną było pozytywne saldo zmiany kapitału obrotowego w 3Q'13 (+4,3 mln PLN), efektem wzrostu zobowiązań handlowych o 9,0 mln PLN (na przestrzeni kwartału). W sumie po trzech kwartałach przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł 22,9 mln PLN i stanowił 98,5% EBITDA wygenerowanej w tym okresie.

W 1-3Q'13 Tarczyński przeznaczył na inwestycje 25,3 mln PLN, z czego ponad 17 mln PLN związana była z zakupem nowych urządzeń, a około 8 mln PLN na nowy zakład.

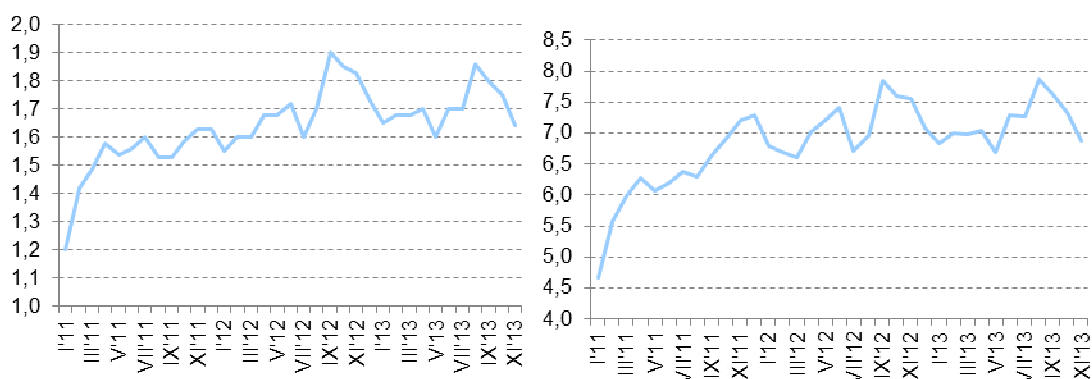
Dług netto na koniec 3Q'13 wyniósł 68,2 mln PLN vs. 57,8 mln PLN na koniec IH'13. Efektem wzrostu zadłużenia netto były wydatki inwestycyjne związane z prowadzonymi pracami budowlanymi nad rozbudową zakładu w Ujeźdźcu (w sumie Capex w 3Q'13 sięgnął 13,7 mln PLN).

Ceny mięsa na rynku niemieckim

Pod koniec 2Q'13 cena surowca mięsnego (indeks ZMP) zaczęła rosnąć i w sierpniu doszła do poziomu 1,93 EUR/kg. Cena mięsa w PLN wzrosła do poziomu 8,2 PLN/kg. Rosnące ceny mięsa w krótkim okresie negatywnie wpływają na rentowność producentów wyrobów, gdyż cenniki z klientami reagują z kilkumiesięcznym opóźnieniem. Tarczyński w odpowiedzi na rosnące koszty wytworzenia zdecydował się w sierpniu na podwyżkę cenników zarówno w kanale tradycyjnym jak i nowoczesnym.

Począwszy od września cena mięsa na terenie Niemiec zaczęła gwałtownie spadać, co po przeprowadzonych w sierpniu bieżącego roku podwyżkach przełoży się na wzrost rentowności prowadzonej działalności. Obecnie indeks mięsa ZMP spadł do poziomu 1,65 EUR/kg (6,88 PLN/kg), wobec całorocznej średniej 1,71 EUR/kg (7,16 PLN/kg). Oczekujemy, że podobnie jak miało to miejsce w analogicznym okresie roku ubiegłego, Tarczyński w 4Q'13 zaprezentuje udane wyniki operacyjne. Sprzyjać temu będą przeprowadzone w okresie wakacyjnym podwyżki cenników oraz wzrost zaangażowania produktów o wysokiej zawartości mięsa w wolumenie sprzedaży.

Wskaźnik ZMP w EUR/kg (L) oraz w PLN/kg (P)



Źródło: DI BRE Banku, http://www.pig333.com/markets_and_prices/germany_3/

W 2014 roku ceny mięsa wieprzowego powinny się utrzymywać na niskim poziomie w związku ze spadkami cen zbóż w 2013 roku. Wysoka rentowność na hodowli prosiąt spowodowała, że hodowcy w 2H'13 istotnie zwiększyli zakupy nowych prosiąt do swoich farm. To z kolei powinno zagwarantować duże zasoby tuczników w roku 2014 i utrzymywać ceny na niskim poziomie.

Wycena

Wartość Spółki Tarczyński szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 17,4 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 14,5 PLN/akcja.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	14,5
Wycena DCF	50%	17,4
	cena wynikowa	16,0
	cena docelowa za 9 m-cy	17,2

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych Tarczyńskiego porównujemy do grupy spółek działających w branży przetwórczej. Wyselekcjonowane przez nas spółki porównawcze to Atria, Campofrio Food Group, Colian, Cranswick, HKScan, JBS, Marfrig Alimentos, Mieszko, Otmuchów, PKM Duda, Tyson Foods, Wawel oraz Zakłady Mięsne Kania.

Wycenę porównawczą szacujemy na podstawie prognoz dla Grupy Tarczyński z uwzględnieniem pozyskanych środków z emisji.

Analiza porównawcza dla akcji Grupy Tarczyński

	Kraj	P/E 2012	P/E 2013P	P/E 2014P	P/E 2015P	EV/ EBITDA 2012	EV/ EBITDA 2013P	EV/ EBITDA 2014P	EV/ EBITDA 2015P
ATRIA PLC	Finlandia	22,5	14,0	9,6	8,4	7,4	7,1	6,1	5,6
CAMPOFRIO FOOD GROUP SA	Hiszpania	25,4	28,0	16,9	13,1	7,3	7,1	6,2	5,4
COLIAN SA	Polska	13,6	-	10,8	10,0	7,6	-	-	-
CRANSWICK PLC	W. Brytania	16,4	14,5	14,1	12,7	9,8	9,4	8,4	7,5
HKSCAN OYJ-A SHS	Finlandia	23,1	14,6	9,1	7,1	5,5	6,0	5,2	4,6
JBS SA	Brazylia	24,0	13,8	11,3	9,9	8,6	8,4	7,1	6,7
MARFRIG ALIMENTOS SA	Brazylia	31,7	-	14,6	8,1	5,0	5,1	5,4	5,0
MIESZKO SA	Polska	10,2	10,0	9,1	8,2	7,6	7,3	6,8	6,2
OTMUCHOW SA	Polska	13,5	15,5	11,4	9,1	7,2	7,0	5,7	4,9
PKM DUDA SA	Polska	-	13,0	11,3	11,0	12,3	7,0	6,2	-
TYSON FOODS INC-CL A	USA	15,9	12,8	10,2	9,7	6,8	6,0	5,0	4,4
WAWEL SA	Polska	27,2	24,9	21,4	19,2	17,8	16,9	14,8	13,7
ZAKŁADY MIESNE HENRYK KANIA	Polska	80,9	28,7	13,0	-	30,2	17,8	9,4	-
Maksimum		80,9	28,7	21,4	19,2	30,2	17,8	14,8	13,7
Minimum		10,2	10,0	9,1	7,1	5,0	5,1	5,0	4,4
Mediana		22,8	14,5	11,3	9,8	7,6	7,1	6,2	5,5
Tarczyński		8,7	13,9	12,0	11,8	5,5	6,7	6,0	5,4
Premia (dyskonto)		-61,9%	-4,3%	6,1%	19,7%	-26,7%	-5,9%	-3,2%	-2,0%
Implikowana wycena									
Mediana			14,5	11,3	9,8		7,1	6,2	5,5
Dyskonto			0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%				50%	
Waga roku			20%	40%	40%		20%	40%	40%
Wartość firmy	14,5								

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację.

Atria to fiński przetwórcza mięsa. Spółka przetwarza i dystrybuje mięso, przetworzone produkty mięsne z wołowiny, wieprzowiny, kurczaka, indyka. Grupa działa na terenie Finlandii i Szwecji. Campofrio to międzynarodowy koncern spożywczy, który produkuje, przetwarza i dystrybuje produkty mięsne z drobiu, wieprzowiny i wołowiny na całym świecie. Colian to

krajowy producent słodczy, pralin, przypraw i napojów niealkoholowych. Cranswick przetwarza i dostarcza produkty mięsne do sieci detalicznych na terenie Wielkiej Brytanii. Spółka produkuje świeżą wieprzowinę, kielbasy, wędliny, mięso gotowane czy wędzony bekon. HKScan przetwarza i sprzedaje mięso wieprzowe, drobiowe, wołowe i z indyka. W asortymencie znaleźć można świeże mięso, kielbasy, frankfurterki, salami, sałatki i gotowe posiłki. Spółka działa na terenie Szwecji, Finlandii, Polski i w krajach nadbałtyckich. JBS jest przetwórcą wołowiny i wieprzowiny. Spółka sprzedaje pieczenie, wędzonki i inne przetwory na terenie całego świata. Marfrig Alimentos przetwarza wołowinę, wieprzowinę, baraninę i drób. Dodatkowo Spółka produkuje warzywa mrożone, mięso puszkowane, produkty gotowe i makarony. Mieszko to krajowy producent słodczy. Otmuchów to krajowy producent słodczy, płatków kukurydźnianych i innych produktów śniadaniowych. PKM Duda to krajowy producent półtuszy wieprzowych. Spółka zajmuje się głównie rozbiorem mięsa. Tyson Foods produkuje i dystrybuuje drób, wołowinę, wieprzowinę. Spółka swoje wyroby sprzedaje pod nazwą własną i markami hipermarketów. Spółka sprzedaje zarówno do dystrybutorów, jak i lokalnych sieci handlowych. Wawel to krajowy producent słodczy. Zakłady Mięsne Kania to przedsiębiorstwo o najbardziej zbliżonej do Tarczyńskiego skali produkcji. Spółka działa na terenie kraju, zajmując się produkcją wędlin i produktów przetworzonych z mięsa.

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka 4,4% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2022 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,2. Wyższy parametr beta jest związany z faktem, że Spółka prowadzi program inwestycyjny, którego pierwsze efekty będzie widać dopiero w 2015 roku. Do tego momentu warunki rynkowe mogą się dynamicznie zmieniać, dlatego decydujemy się na zwiększenie stopnia ryzyka zaaplikowanego do modelu.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2012. Wartość długu netto z końca 2012 roku uwzględnia 32 mln PLN środków, jakie w 1Q'12 Spółka przeznaczyła na wykup 16% udziałów od Opera FIZ. Od długu netto odejmujemy wartość środków pozyskanych z giełdy.
- W pozostałych przychodach operacyjnych zakładamy, że Spółka przez najbliższe 24 lata księgować będzie dotację związaną z budową zakładu w Ujeźdźcu (20 mln PLN) oraz przez najbliższe 8 lat na zakup maszyn (0,7 mln PLN). Zakładamy również, że od roku 2015 Spółka księgować będzie dotację na rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu w wysokości 14,5 mln PLN (przez 20 lat). Dotacje są niepieniężne i nie wpływają na wycenę Spółki.
- Zakładamy, że Spółka corocznie ponosić będzie koszty sponsoringu klubu futbolu amerykańskiego KS Devils Wrocław. Szacujemy, że od 2013 roku koszty te spadną do 150 tys. PLN rocznie.
- Zakładamy, że Spółka przez najbliższe 8 lat wykorzysta tarczę podatkową, jaka wynika z przeniesienia znaku towarowego do spółki zależnej Tarczyński Marketing. Szacujemy, że łączna wartość tarczy wynosi 6,5 mln PLN. Zakładamy, że jej wykorzystanie będzie się zwiększać w kolejnych latach.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec października 2013 roku.

Dodatkowe założenia:

Wolumeny (tys. ton)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż wyrobów przetworzonych	20,2	22,7	22,4	26,0	27,9	30,8	34,0	34,7	35,3	36,1	36,8	37,5
Sprzedaż mięsa	4,6	4,4	1,9	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
Suma	24,8	27,1	24,3	27,1	29,0	31,9	35,1	35,8	36,6	37,3	38,0	38,8
Zakupy mięsa wieprzowego	20,1	22,7	19,2	21,5	22,8	24,9	27,1	27,8	28,5	29,2	30,0	30,7
Zakupy mięsa drobiowego	3,5	4,4	4,6	6,1	6,8	7,9	9,0	9,3	9,5	9,7	10,0	10,2
Suma	23,5	27,1	24,3	27,6	29,6	32,7	36,2	37,1	38,0	39,0	39,9	40,9
Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Grupa Tarczyński	70%	77%	69%	77%	82%	75%	83%	85%	86%	88%	90%	92%
Ceny (PLN/kg)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Średnie ceny produktów	12,00	13,66	15,54	16,45	16,72	16,94	17,13	17,46	17,85	18,27	18,78	19,23
Ceny mięsa wieprzowego	3,95	4,64	5,51	5,86	5,98	6,10	6,22	6,34	6,47	6,60	6,73	6,86
Ceny mięsa drobiowego	3,45	4,11	4,26	4,20	4,28	4,37	4,46	4,55	4,64	4,73	4,82	4,92
Zatrudnienie	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ilość zatrudnionych (osoby)	856	917	884	910	931	962	994	1 001	1 007	1 014	1 021	1 028
Średnie miesięczne zarobki (tys. PLN)*	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9

* wynagrodzenie + świadczenia pracownicze

Model DCF

(mln PLN)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	+
Przychody ze sprzedaży	446,4	485,6	541,3	601,9	625,7	652,6	681,5	714,6	746,1	779,5	794,0
zmiana	15,4%	8,8%	11,5%	11,2%	4,0%	4,3%	4,4%	4,9%	4,4%	4,5%	1,9%
EBITDA	34,4	37,0	40,2	41,1	40,0	40,7	42,2	46,8	48,6	51,0	50,8
marża EBITDA	7,7%	7,6%	7,4%	6,8%	6,4%	6,2%	6,2%	6,6%	6,5%	6,5%	6,4%
Amortyzacja	13,9	15,0	19,1	19,5	19,5	19,2	19,1	17,0	16,8	16,8	16,8
EBIT	20,5	21,9	21,1	21,6	20,4	21,5	23,2	29,9	31,8	34,1	34,0
marża EBIT	4,6%	4,5%	3,9%	3,6%	3,3%	3,3%	3,4%	4,2%	4,3%	4,4%	4,3%
Opodatkowane EBIT	3,5	2,7	2,6	2,4	2,2	2,4	2,5	5,3	5,7	6,1	6,2
NOPLAT	17,0	19,2	18,5	19,1	18,2	19,1	20,7	24,6	26,1	28,0	27,8
CAPEX	-35,3	-15,5	-13,0	-10,5	-11,0	-11,7	-12,5	-13,4	-14,3	-15,3	-16,8
Kapitał obrotowy	-7,8	-3,1	-4,8	-5,7	-2,4	-2,8	-3,1	-3,6	-3,6	-3,9	-1,7
Sprzedaż nieruchomości (Trzebnica)	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-8,7	15,6	19,9	22,5	24,3	23,9	24,2	24,6	25,1	25,6	26,1
WACC	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%
współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,82	0,75	0,68	0,62	0,56	0,50	0,45	0,41	0,37
PV FCF	-8,6	14,1	16,4	16,9	16,6	14,7	13,4	12,3	11,3	10,4	9,7
WACC	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Premia za ryzyko	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Efektywna stopa podatkowa	19,5%	16,3%	15,2%	14,2%	13,0%	12,6%	11,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	27,2%	24,1%	22,1%	19,5%	15,6%	11,2%	6,6%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

Analiza wrażliwości (PLN)

Wartość rezydualna (TV)

315,3

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

128,6

0,0% 1,0% 2,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

117,5

WACC +1,0 p.p. 14,3 15,1 16,1 18,8 20,8

Wartość firmy (EV)

246,0

WACC +0,5 p.p. 15,3 16,2 17,3 20,6 23,1

Dług netto

90,6

WACC 16,4 17,4 18,7 22,6 25,7

Spłata udziałów Opera TFI

0,0

WACC -0,5 p.p. 17,6 18,8 20,3 25,0 28,8

Środki z emisji

-43,5

WACC -1,0 p.p. 18,9 20,4 22,2 27,9 32,7

Dywidenda wypłacona przed IPO

1,3

Wartość firmy

197,7

Liczba akcji (mln.)

11,3

Wartość firmy na akcję (PLN)

17,4

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,6%

Cena docelowa

18,7

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	313,8	378,8	386,7	446,4	485,6	541,3	601,9	625,7
zmiana	13,9%	20,7%	2,1%	15,4%	8,8%	11,5%	11,2%	4,0%
Przychody ze sprzedaży produktów	298,0	370,1	377,8	446,4	485,6	541,3	601,9	625,7
Przychody ze sprzedaży towarów	15,8	8,7	8,9	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
Koszty wytworzenia	251,2	311,6	309,5	357,9	389,2	437,8	488,1	508,6
Koszty sprzedaży produktów	238,0	303,6	301,2	353,0	384,2	432,6	482,9	503,3
Koszty sprzedaży towarów	13,2	8,0	8,3	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
Zysk brutto ze sprzedaży	62,6	67,2	77,2	88,5	96,4	103,6	113,8	117,1
marża	19,9%	17,7%	20,0%	19,8%	19,9%	19,1%	18,9%	18,7%
Koszty zarządu	11,0	11,2	11,5	14,0	14,7	15,5	16,3	16,9
Koszty sprzedaży	35,1	48,1	45,3	55,1	60,6	68,5	77,4	81,3
Pozostała działalność operacyjna netto	2,5	1,8	0,9	1,0	0,8	1,5	1,5	1,5
w tym dotacje	1,4	1,1	0,0	1,0	0,9	1,6	1,6	1,6
EBIT	19,0	9,6	21,2	20,5	21,9	21,1	21,6	20,4
zmiana	23,3%	-49,3%	120,7%	-3,5%	7,0%	-3,8%	2,3%	-5,3%
marża EBIT	6,1%	2,5%	5,5%	4,6%	4,5%	3,9%	3,6%	3,3%
Wynik na działalności finansowej	-4,0	-4,9	-7,1	-5,5	-5,2	-4,3	-4,5	-3,6
Zysk brutto	15,0	4,7	14,1	15,0	16,7	16,8	17,1	16,9
Podatek dochodowy	-3,6	0,8	3,3	2,9	2,7	2,6	2,4	2,2
Zysk netto	18,7	3,9	10,8	12,1	14,0	14,3	14,7	14,7
zmiana	111,7%	-79,3%	179,4%	11,7%	16,2%	1,7%	3,1%	0,0%
marża	5,9%	1,0%	2,8%	2,7%	2,9%	2,6%	2,4%	2,3%
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	13,9	15,0	19,1	19,5	19,5
EBITDA	29,0	20,8	33,3	34,4	37,0	40,2	41,1	40,0
zmiana	15,9%	-28,4%	60,2%	3,4%	7,5%	8,8%	2,2%	-2,8%
marża EBITDA	9,2%	5,5%	8,6%	7,7%	7,6%	7,4%	6,8%	6,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
EPS	2,8	0,5	1,7	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
CEPS	4,4	2,0	3,6	2,3	2,6	2,9	3,0	3,0
ROAE	23,0%	4,2%	16,6%	9,9%	10,3%	10,0%	10,0%	9,6%
ROAA	8,9%	1,5%	4,6%	4,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,5%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
AKTYWA	210,2	257,1	236,4	300,5	300,8	300,4	315,3	324,1
Majątek trwały	147,7	156,4	155,0	180,1	181,5	177,1	169,7	162,9
Wartość niematerialne i prawne	2,0	4,8	4,8	5,3	5,2	5,1	4,9	4,8
Rzeczowe aktywa trwałe	137,4	142,6	142,1	163,2	163,8	158,0	149,3	141,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Długoterminowe RM	8,1	8,7	8,0	11,6	12,4	13,9	15,4	16,9
Majątek obrotowy	62,5	100,7	81,4	120,3	119,2	123,3	145,6	161,2
Zapasy	16,4	25,2	22,7	29,6	32,1	35,8	39,8	41,4
Należności krótkoterminowe	39,5	67,4	51,6	59,6	66,4	76,3	87,4	91,9
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	2,8	2,4	1,0	28,4	17,9	8,5	15,7	25,2
Krótkoterminowe RM	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
PASYWA	210,2	257,1	236,4	300,5	300,8	300,4	315,3	324,1
Kapitał własny	81,1	91,3	65,1	122,2	136,1	142,0	147,4	152,5
Kapitał akcyjny	7,0	7,6	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kapitał zapasowy	9,3	18,7	0,0	43,5	43,5	43,5	43,5	43,5
Kapitał rezerwowy	45,7	57,1	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8
Zysk z lat ubiegłych	19,0	7,5	14,9	25,7	39,7	45,6	51,0	56,2
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	53,4	57,1	55,1	55,1	55,1	40,1	40,1	40,1
Dług	53,4	57,1	55,1	55,1	55,1	40,1	40,1	40,1
Zobowiązania krótkoterminowe	54,2	86,6	92,7	96,2	80,1	85,6	91,4	93,6
Zobowiązania handlowe	37,5	56,1	48,2	50,8	54,5	59,7	65,3	67,4
Dług	8,6	16,5	36,4	36,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Rezerwy na zobowiązania	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	21,2	21,8	23,2	26,8	29,1	32,4	36,1	37,5
Dług	62,0	73,5	91,5	91,5	71,5	56,5	56,5	56,5
Dług netto	59,3	71,1	90,6	63,1	53,6	48,0	40,9	31,3
(Dług netto / Kapitał własny)	73,1%	77,9%	139,1%	51,7%	39,4%	33,8%	27,7%	20,5%
(Dług netto / EBITDA)	2,0	3,4	2,7	1,8	1,5	1,2	1,0	0,8
BVPS	12,3	12,1	10,3	10,8	12,0	12,5	13,0	13,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy operacyjne	18,3	8,6	34,4	19,6	30,2	31,2	31,4	33,7
Zysk netto	18,7	3,9	10,8	12,1	14,0	14,3	14,7	14,7
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	13,9	15,0	19,1	19,5	19,5
Kapitał obrotowy	-8,3	-9,7	2,6	-7,8	-3,1	-4,8	-5,7	-2,4
Pozostałe	-2,1	3,3	8,9	1,4	4,3	2,6	2,8	1,9
Przepływy inwestycyjne	-28,7	-13,1	-9,1	-31,8	-15,5	-13,0	-10,5	-11,0
CAPEX	-28,8	-13,1	-9,1	-35,3	-15,5	-13,0	-10,5	-11,0
Inwestycje kapitałowe	0,1	0,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	10,4	4,1	-26,7	39,7	-25,2	-27,7	-13,7	-13,1
Dług	6,9	2,0	18,0	0,0	-20,0	-15,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	-2,9	-3,8	-6,5	-3,0	-6,1	-4,8	-4,8	-4,2
Dywidendy	-4,3	-4,0	-4,5	-1,3	0,0	-8,4	-9,3	-9,6
Buy-back (wykup akcjonariuszy)	0,0	0,0	-32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	10,0	9,8	0,0	43,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	0,0	-1,7	0,5	0,9	0,5	0,4	0,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,0	-0,4	-1,4	27,5	-10,5	-9,4	7,2	9,6
Środki pieniężne na koniec okresu	2,8	2,4	1,0	28,4	17,9	8,5	15,7	25,2
DPS (PLN)	0,6	0,5	0,7	0,1	0,0	0,7	0,8	0,8
FCF	-4,2	-3,1	23,3	-8,7	15,6	19,9	22,5	24,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-9,2%	-3,5%	-2,4%	-7,9%	-3,2%	-2,4%	-1,7%	-1,8%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	5,2	28,9	8,7	13,9	12,0	11,8	11,4	11,4
P/CE	3,4	7,5	4,1	6,5	5,8	5,0	4,9	4,9
P/BV	1,2	1,2	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1
P/S	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	-2,7%	-1,7%	12,6%	-3,8%	7,0%	9,2%	10,8%	12,2%
EV/EBITDA	5,4	8,8	5,5	6,7	6,0	5,4	5,1	5,0
EV/EBIT	8,2	19,0	8,7	11,3	10,1	10,2	9,7	9,7
EV/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
CFO/EBITDA	63,0%	41,4%	103,3%	56,9%	81,7%	77,7%	76,3%	84,4%
DYield*	4,36%	3,58%	4,80%	0,76%	0,00%	5,01%	5,52%	5,69%
Cena (PLN)	14,80							
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
MC (mln PLN)	97,4	111,8	93,9	167,9	167,9	167,9	167,9	167,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	156,7	183,0	184,5	231,0	221,5	216,0	208,8	199,2



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Michał Konarski tel. (+48 22) 697 47 37
michal.konarski@dibre.com.pl
Banki

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

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

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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

PICE - 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:

KUPOJ - 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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 S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Tarczyński

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2013-07-22
kurs z dnia rekomendacji	11,74
WIG w dniu rekomendacji	46399,74