



Przemysł spożywczy

Polska

CEDC

CDC.PW; CEDC.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Wyniki poniżej oczekiwań

Obecna cena: 10,8 PLN; Cena docelowa: 36,8 PLN

Spółka zaraportowała wyniki poniżej konsensusu i poniżej naszych oczekiwań. Na poziomie porównywalnym sprzedaż w 3Q 2011 była na poziomie 228,9 mln USD (wzrost 45,1% r/r i -4,2% poniżej konsensusu), wynik operacyjny na poziomie 36,2 mln USD (wzrost 11,5% r/r i -8,4% do konsensusu, -22% do naszych oczekiwań). Wynik netto na poziomie 4,2 mln USD był gorszy od konsensusu rynkowego (12,0 mln USD) i naszych prognoz (15,8 mln USD). Na wynik netto na poziomie raportowanym (-839,5 mln USD) największy wpływ miał odpis wartości firmy i znaków handlowych (-674,5 mln USD) oraz niegotówkowe różnice kursowe w kwocie -170,8 mln USD (szacowaliśmy -150,8 mln USD). Zarząd obniżył prognozę na 2011 do 0,25-0,45 USD na akcję (poprzednio 0,8-1,0 USD na akcję). Wyniki kwartalne r/r były lepsze, jednak są poniżej naszych założeń ze względu na trade marketing w Polsce i niższe wolumeny na rynku rosyjskim oraz dalsze wzrosty cen spirytusu. Zdecydowanie poniżej naszych szacunków są również oczekiwania Zarządu na 4Q 2011.

Wyniki raportowane 3Q 2011 z działalności kontynuowanej

(mln USD)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIQ2011P	zmiana	IIQ2011P	zmiana
Przychody	228,9	157,8	45,1%	248,1	-7,8%	238,8	-4,2%
EBITDA	-640,3	33,4	-	52,1	-	45,4	-
marża	-	21,2%	-	21,0%	-	19,0%	-
EBIT	-644,8	29,1	-	46,4	-	39,6	-
Zysk brutto	-856,3	84,2	-	-130,7	-	-	-
Zysk netto	-839,5	68,9	-	-130,7	-	12,0	-

Źródło: CEDC, DI BRE, Bloomberg

Wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe 3Q 2011

(mln USD)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIIQ2011P	zmiana	IIIQ2011P	zmiana
Przychody	228,9	157,8	45,1%	248,1	-7,8%	238,8	-4,2%
EBITDA	41,4	38,8	6,7%	52,1	-20,6%	45,4	-8,9%
marża	18,1%	21,2%	-	-279,8%	-	19,0%	-
EBIT	36,2	32,5	11,5%	46,4	-22,0%	39,6	-8,4%
Zysk netto	4,2	8,5	-	15,8	-73,4%	12,0	-64,9%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Wyniki raportowane a wyniki oczyszczone

Różnica pomiędzy wynikami skorygowanymi i raportowanymi wynika przede wszystkim z odpisu ujemnej wartości firmy i znaków towarowych, w sumie w kwocie 674,5 mln USD: 547 mln USD wynika z trwałej utraty wartości firmy, 128 mln USD to utrata wartości znaków towarowych marki Bols, m.in. przez kanibalizację ze strony Żubrówki Białej. Kolejne 170,8 mln USD to niegotówkowe różnice kursowe wynikające z wyceny długu.

Sprzedaż

Sprzedaż w 3Q 2011 wzrosła o 45,1% r/r. Największy wzrost sprzedaży w USD przypadał na rynek rosyjski (64% r/r), co wynikało z konsolidacji spółki Whitehall (w porównywalnym okresie inwestycja w Whitehall była traktowana jako inwestycja kapitałowa) oraz znaczących podwyżek cen w Rosji. Wolumeny w Rosji były jednak niższe od założeń Zarządu i od naszej prognozy i zdaniem spółki wynikały ze spadku ilościowego całego rynku w Rosji (cały rynek pod względem wolumenu zmniejszył się w Rosji o -14%). Wzrost sprzedaży w USD w Polsce (13%) był wynikiem większych wolumenów (wzrost wolumenu o 18% r/r, niższy wzrost sprzedaży wynikał z inwestycji w marketing i zmiany miksu produktowego). Nie szacowaliśmy niższych cen sprzedaży w Polsce (marketingowanie rynku).

Marże

Marża brutto na sprzedaży była niższa r/r o -8p.p., na co wpływ miała struktura asortymentowa, wyższe koszty spirytusu (wyższe koszty spirytusu w Polsce i w Rosji obniżyły wynik r/r o 6,0 mln USD) oraz negatywny wpływ różnic kursowych na

rentowność. Wszystkie koszty operacyjne, jako procent od sprzedaży były o -3p.p. niższe r/r. Ostatecznie wynik operacyjny na poziomie porównywalnym był wyższy r/r o 11,5% (93,7 mln USD), co wynikało głównie z w/w konsolidacji Whitehall (dodała 4,6 mln USD). Marża zysku operacyjnego (oczyszczona o zdarzenia jednorazowe) była w 3Q 2011 na poziomie 15,8%, wobec 20,6% rok wcześniej, jednak po wyeliminowaniu wyższych kosztów spirytusu marża w 3Q 2011 i tak byłaby niższa r/r (18,5%).

Przepływy pieniężne

Spółka wygenerowała słabe przepływy z działalności operacyjnej. Narastająco za 1Q-3Q 2011 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były niższe o 38% r/r, co spółka tłumaczy niższą sprzedażą w Rosji w 1H 2011. W samym 3Q 2011 przepływy z działalności operacyjnej były dodatnie i wyniosły 3,0 mln USD (wobec 32,1 mln USD w 3Q 2010). W 3Q 2011 przepływy wynikające ze zmian w kapitale obrotowym były ujemne i wyniosły -17,2 mln USD, w porównywalnym okresie 2010 były dodatnie i wyniosły 30,3 mln USD.

Aktualizacja prognozy Zarządu

Zarząd zaktualizował prognozę wyników ze względu na: (i) gorsze od spodziewanych wyniki 3Q 2011 (niższe wolumeny w Rosji, negatywny wpływ różnic kursowych), (ii) ceny spirytusu (wzrost kosztów spirytusu w Rosji i w Polsce o odpowiednio 8% i 3-4% w 4Q 2011), (iii) rewizję planów na 4Q 2011 (zakładany spadek wolumenów w Rosji o 2-5% wobec wcześniej spodziewanego wzrostu o 5-7%, negatywny wpływ różnic kursowych). W sumie prognoza na 2011 została obniżona z 900-1 050 mln USD sprzedaży do 850-950 mln USD sprzedaży i z 0,8-1,0 USD EPS na 0,25-0,45 USD EPS. Nowa prognoza Zarządu jest poniżej naszych oczekiwań (0,7 EPS).

Prognoza Zarządu

(mln USD)	Prognoza Zarządu			Zmiana prognoz
	Min	Max	Średnia	
Prognoza z dnia 1.03.2011				
Przychody	880,0	1 080,0	980,0	
EPS	1,1	1,3	1,2	
Prognoza z dnia 4.08.2011				
Przychody	900,0	1 050,0	975,0	-1%
EPS	0,8	1,0	0,9	-22%
Prognoza z dnia 4.11.2011				
Przychody	850,0	950,0	900,0	-8%
EPS	0,3	0,5	0,4	-61%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Wartości i wolumeny na rynku polskim

(tys. l)	Dane kwartalne			Dane kwartalne			Dane kwartalne		
	IQ 2011	IQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana	IIIQ 2011	IIIQ 2010	zmiana
Wódka	14 594	13 349	9,0%	16 493	14 182	16,3%	16 374	14 076	16,3%
Import i eksport	3 545	3 264	8,6%	5 588	4 582	22,0%	4 678	3 814	22,7%
Razem ilość	18 140	16 765	8,2%	22 080	18 764	17,7%	21 052	17 890	17,7%
Razem wartość (tys. PLN)	132 179	139 501	-5,3%	161 560	165 565	-2,4%	173 484	162 384	6,8%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Wartości i wolumeny na rynku rosyjskim

(tys. l)	Dane kwartalne			Dane kwartalne			Dane kwartalne		
	IQ 2011	IQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana
Wódka	27 051	32 326	-16,3%	27 845	37 652	-26,1%	31 188	31 617	-1,4%
Import i eksport	1 682	1 419	18,5%	6 822	4 179	63,2%	7 350	5 876	25,1%
Główne produkty ilość	28 733	33 745	-14,9%	34 666	41 831	-17,1%	38 538	37 493	2,8%
Główne produkty wartość (tys. RUB)	3 156 396	3 265 508	-3,3%	3 739 889	4 281 868	-12,7%	3 498 865	2 795 537	25,2%
Napoje RTD	2 537	6 530	-61,2%	8 955	8 334	7,5%	7 232	6 998	3,3%
Razem wartość (tys. RUB)	112 432	281 666	-60,1%	318 381	251 132	26,8%	263 504	223 264	18,0%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

**Segmenty geograficzne**

(tys. USD)	2Q 2010	3Q 2010	4Q 2010	1Q 2011	2Q 2011	3Q 2011
Sprzedaż						
Polska	52 394	52 382	67 227	45 895	58 749	59 007
Rosja	117 595	98 744	148 938	105 658	145 655	162 062
Węgry	5 608	6 634	12 239	5 158	7 553	7 781
Razem sprzedaż	175 597	157 760	228 404	156 711	211 957	228 850
EBIT						
Polska	15 881	14 276	-6 647	3 369	8 012	9 485
Rosja	30 325	19 243	18 916	-634	13 129	27 512
Węgry	722	1 001	2 642	661	1 280	1 446
<i>Marża EBIT</i>						
Polska	30%	27%	-10%	7%	14%	16%
Rosja	26%	19%	13%	-1%	9%	17%
Węgry	13%	15%	22%	13%	17%	19%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

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
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@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

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 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.

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 BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

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.