

19 marzec 2009

Graal	Sprzedaj	Seko	Neutralnie
Ticker: GRL ISIN: PLGRAAL00022	4,18 zł	Ticker: SEK ISIN: PLSEK0000014	5,15 zł

Analityk:	Tomasz Manowiec	tel. (0-22) 329 43 44	e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl
-----------	------------------------	-----------------------	--------------------------------

Notowania Graal		Wyniki Graala za 2008 r. nie były zadowalające. Spółka zakończyła 2008 r. z wynikiem 12,4 mln zł zysku netto przy 400 mln zł przychodów. Przychody wzrosły w stosunku do 2007 r. o 19%, jednak na poziomie zysku było już gorzej niż rok wcześniej, kiedy Spółka miała wynik netto 14,9 mln zł. Należy również zaznaczyć, że prawie 1/3 zysku za 2008 r. wynika ze zwrotu podatku dochodowego. Największym problem i zarazem zagrożeniem dla Spółki jest bardzo wysokie zadłużenie, które w znacznym stopniu obciąża osiągnięty wynik finansowy. Spółce nie udało się zmniejszyć zadłużenia w ubiegłym roku i nadal wynosi ono ponad 100 mln zł, przy czym znaczna jego część to zadłużenie krótkoterminowe, które będzie musiało być zrolowane po wysokim koszcie. Przy założeniach przyjętych przez nas w modelu DCF otrzymaliśmy wycenę jednej akcji Spółki na poziomie 4,94 zł. Natomiast z wyceny porównawczej wynika cena 3,41 zł. Nadając wskaźnikom równe wagi, ustaliliśmy cenę docelową na poziomie 4,18 zł i zdecydowaliśmy się wydać rekomendację SPRZEDAJ dla Graala.
max. cena 52 tygodnie (zł)	27,95	
min. cena 52 tygodnie (zł)	4,95	
Dane podstawowe Graal		
Kurs (18/03/09)	4,99	
Wycena DCF (zł)	4,94	
Wycena porównawcza (zł)	3,41	
Liczba akcji (tys.)	8 056,4	
Kapitalizacja (mln zł)	40,2	
EV (mln zł)	149,3	

Graal (mln. zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	336,3	400,0	440,0	475,2	513,2	550,2
zmiana r/r (%)	51,1%	19,0%	10,0%	8,0%	8,0%	7,2%
EBITDA	33,5	26,8	32,4	35,2	38,0	40,8
EBIT	23,1	16,5	17,7	19,2	20,9	22,4
marża EBIT (%)	6,9%	4,1%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%
Zysk netto	14,9	12,4	6,9	8,7	10,4	12,2
marża netto (%)	4,43%	3,11%	1,58%	1,82%	2,03%	2,21%

EPS (zł)	1,85	1,54	0,86	1,07	1,30	1,51
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	2,7	3,2	5,8	4,6	3,9	3,3
EV / EBITDA	4,5	5,6	4,6	4,2	3,9	3,7

P - prognozy BM BGZ

Notowania Seko		Wynik Seko za 2008 r. był gorszy niż uzyskany rok wcześniej. Pomimo dynamicznego wzrostu przychodów (20% r/r) Spółka osiągnęła niższy zysk netto o 40% (2,7 mln wobec 4,6 mln w 2007 r.). Gorszy rezultat na poziomie netto jest efektem kosztów finansowych, na które złożyły się ujemne różnice kursowe. Spółka, jako importer netto, boleśnie odczuła spadek wartości złotego w drugiej połowie ubiegłego roku. Mimo to perspektywy dla Seko są dobre. Spółka zamierza w tym roku rozpocząć budowę nowego zakładu produkcyjnego, co pozwoli zwiększyć moce produkcyjne nawet o 100%, a część kosztów inwestycji (60% z planowanych 30 mln zł) pokryte zostanie z dotacji unijnych. Dodatkowym atutem Spółki jest brak zadłużenia odsetkowego. Przyjęte przez nas założenia do modelu DCF wskazują na cenę akcji Seko na poziomie 6,15 zł. W zestawieniu z innymi spółkami otrzymaliśmy cenę 3,66 zł za jedną akcję. Obliczając cenę docelową jako średnią tych wartości, otrzymaliśmy 5,15 zł. W związku z tym wydajemy rekomendację NEUTRALNIE dla Seko.
max. cena 52 tygodnie (zł)	13,00	
min. cena 52 tygodnie (zł)	4,50	
Dane podstawowe Seko		
Kurs (18/03/09)	4,70	
Wycena DCF (zł)	6,15	
Wycena porównawcza (zł)	3,66	
Liczba akcji (tys.)	6 650	
Kapitalizacja (mln zł)	31,3	
EV (mln zł)	27,7	

Seko (mln. zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	93,0	111,7	119,5	137,5	206,2	247,4
zmiana r/r (%)	16,7%	20,1%	7,0%	15,0%	50,0%	20,0%
EBITDA	6,5	6,2	7,1	9,3	13,2	17,3
EBIT	5,0	3,8	3,9	4,1	8,0	11,7
marża EBIT (%)	5,3%	3,4%	3,3%	3,0%	3,9%	4,7%
Zysk netto	4,6	2,7	3,2	3,3	6,5	9,4
marża netto (%)	4,94%	2,38%	2,64%	2,42%	3,15%	3,81%

EPS (zł)	0,69	0,40	0,47	0,50	0,98	1,42
DPS (zł)	-	-	-	-	-	0,50
P / E	6,8	11,8	9,9	9,4	4,8	3,3
EV / EBITDA	4,2	4,5	3,9	3,0	2,1	1,6

P - prognozy BM BGZ

Informacje nt ujawniania konfliktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na ostatniej stronie niniejszej publikacji

Wycena

Wyceny spółek dokonano za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna przedstawia zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Natomiast metoda porównawcza pozwala przedstawić spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Graal w wysokości 39,0 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 4,94 zł. Natomiast wartość spółki Seko wyniosła 39,9 mln zł, co wskazuje na wartość jednej akcji w wysokości 6,15 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta dla obu spółek przyjęliśmy na poziomie 1,3;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (8%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o wartość nakładów odtworzeniowych, które kształtują się na poziomie połowy amortyzacji; nie zakładamy inwestycji zwiększających moce produkcyjne;
- wielkość zadłużenia spółek pozostaje na względnie stałym poziomie;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie przyjęto brak dywidendy wypłacanej przez Graal; zakładamy, że ze względu na inwestycje Seko wypłaci pierwszą dywidendę w 2012 r.;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności nie będą się zmieniać i pozostaną na poziomie z ostatniego roku (odpowiednio 79, 69 i 125 dla Graala oraz 61, 33 i 76 dla Seko);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 19.03.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF – Graal

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	440,0	475,2	513,2	550,2	585,9	621,1	652,2	684,8	719,0	755,0
EBIT	17,7	19,2	20,9	22,4	23,7	25,3	28,1	31,0	32,4	33,6
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	14,3	15,6	16,9	18,1	19,2	20,5	22,8	25,1	26,2	27,2
Amortyzacja	14,8	16,0	17,1	18,4	19,7	20,5	13,6	13,1	13,0	13,3
CAPEX	8,0	7,4	8,0	8,6	9,2	9,8	10,3	6,8	9,9	13,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	10,6	11,0	11,9	11,6	11,2	11,0	9,7	10,2	10,7	11,3
FCFF	10,4	13,1	14,1	16,4	18,5	20,1	16,3	21,2	18,6	16,3
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
% kapitału własnego	63,0%	65,4%	67,6%	70,0%	73,1%	76,3%	79,7%	83,3%	87,0%	90,8%
% długu	37,0%	34,6%	32,4%	30,0%	26,9%	23,7%	20,3%	16,7%	13,0%	9,2%
WACC	10,7%	10,8%	11,0%	11,2%	11,4%	11,6%	11,8%	12,0%	12,3%	12,5%
Suma DCF	92,3									
Wartość rezydualna (TV)	187,3									
Zdyskontowana TV	55,8									
Wartość działalności operacyjnej	148,1									
Gotówka netto	-109,1									
Wartość kapitału własnego	39,0									
Liczba akcji (mln szt.)	8,06									
Wartość 1 akcji (19.03.2009)	4,94									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Wycena metodą DCF charakteryzują się dużą wrażliwością na przyjęte w modelu założenia. Poniższa tabela przedstawia wrażliwość wyceny na zmiany współczynnika beta oraz zmianę stopy wzrostu wolnych przepływów po okresie prognozy. Wzrost lub spadek współczynnika beta o 0,1 powoduje zmianę wyceny o ok. 15%. Natomiast zwiększenie lub zmniejszenie tempa wzrostu przepływów o 0,5 p. p. skutkuje wyceną różniącą się o ok. 10%. Przy naszych założeniach szacujemy wartość jednej akcji Graala na 4,94 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia – Graal

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	1,1	5,65	6,12	6,65	7,25	7,93
	1,2	4,87	5,29	5,76	6,29	6,89
	1,3	4,15	4,53	4,94	5,41	5,94
	1,4	3,48	3,82	4,19	4,61	5,08
	1,5	2,86	3,17	3,50	3,87	4,29

Źródło: BM BGŻ.

Tab. Wycena metodą DCF – Seko

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	119,5	137,5	206,2	247,4	259,8	272,8	286,4	300,8	315,8	331,6
EBIT	3,9	4,1	8,0	11,7	9,5	9,1	9,2	11,4	11,8	12,6
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	3,2	3,3	6,5	9,4	7,7	7,4	7,4	9,3	9,5	10,2
Amortyzacja	3,2	5,2	5,2	5,6	6,1	5,0	4,2	2,6	3,0	2,8
CAPEX	12,0	18,0	2,6	2,6	2,8	3,0	2,5	2,1	2,0	3,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	-1,6	1,9	11,5	5,2	2,3	1,7	1,8	1,8	1,9	3,9
FCFF	-4,0	-11,4	-2,5	7,3	8,6	7,7	7,4	7,9	8,6	6,3
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Koszt długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
% kapitału własnego	90,5%	98,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	9,5%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Suma DFCF	8,7									
Wartość rezydualna (TV)	55,9									
Zdyskontowana TV	13,6									
Wartość działalności operacyjnej	22,3									
Gotówka netto	3,6									
obecna wartość dotacji	14,0									
Wartość kapitału własnego	39,9									
Liczba akcji (mln szt.)	6,65									
Wartość 1 akcji (19.03.2009)	6,15									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Wycena Seko charakteryzuje się znacznie mniejszą wrażliwością na zmianę założeń modelu DCF niż wycena Graala. Modyfikacja współczynnika beta powoduje zmianę wartości wycenianych akcji o ok. 5%, natomiast wzrost lub spadek tempa wzrostu wolnych przepływów po okresie prognozy o 0,5 p. p. wpływa na wycenę w stopniu 2-3%. Przyjęte przez nas założenia wskazują na wartość jednej akcji Seko na poziomie 6,15 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia – Seko

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	1,1	6,61	6,72	6,85	7,00	7,16
	1,2	6,27	6,37	6,48	6,60	6,74
	1,3	5,96	6,05	6,15	6,25	6,37
	1,4	5,69	5,76	5,85	5,94	6,03
	1,5	5,43	5,50	5,57	5,65	5,73

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację).

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w zestawieniu z trzecią spółką z GPW operującą w branży spożywczej, która działa w segmencie rybnym – Wilbo. Działalność spółki obejmuje produkcję i sprzedaż konserw rybnych i mięsnych, owoców morza i ryb mrożonych. Podobnie jak konkurenci, Wilbo również część sprzedaży kieruje na eksport.

Tab. Wycena porównawcza w zestawieniu ze spółkami krajowymi – Graal

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
Wilbo	6,0	3,7	3,1	2,8	6,1	4,6
Seko	7,3	7,1	4,5	3,9	11,8	9,9
Średnia	6,6	5,4	3,8	3,3	8,9	7,3
Graal						
wskaźniki dla Graal	9,0	8,5	5,0	4,6	3,2	5,8
Implikowana cena 1 akcji Graal	0,00	0,00	0,44	0,00	13,75	6,27
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
Wycena 1 akcji	3,41					

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

W porównaniu ze spółkami konkurencyjnymi wobec Graala, Spółka wygląda bardzo niekorzystnie. Ze względu na wysokie zadłużenie w stosunku do kapitalizacji Spółki wskaźniki EV/EBIT i EV/EBITDA wykazują ujemne wartości, które w obliczeniach zostały zastąpione wartością 0. Wynikiem tego jest wyznaczenie ceny na poziomie 3,41 zł, czyli znacznie poniżej bieżących notowań Spółki. Tak niskie wartości wskaźników opartych o wartość EV wskazują na to, że rynek uwzględnia w cenach źródła zysku (transakcje jednorazowe) oraz zagrożenie związane z zadłużeniem.

Tab. Wycena porównawcza w zestawieniu ze spółkami krajowymi – Seko

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
Wilbo	6,0	3,7	3,1	2,8	6,1	4,6
Graal	9,0	8,5	5,0	4,6	3,2	5,8
Średnia	7,5	6,1	4,0	3,7	4,6	5,2
Seko						
wskaźniki dla Seko	7,3	7,1	4,5	3,9	11,8	9,9
Implikowana cena 1 akcji Seko	4,83	4,02	4,30	4,48	1,86	2,47
Wagi dla wskaźników			33%		33%	
Wycena 1 akcji			3,66			

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Również Seko w wycenie porównawczej wypada gorzej niż wskazywałyby na to bieżące notowania Spółki. Szczególnie wskaźnik cena/zysk niekorzystnie wpływa na wycenę, ponieważ wynik netto za 2008 r. był niski. Obliczona w oparciu o powyższe wskaźniki cena Seko wynosi 3,66 zł.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi, nadając obu wartościom równe wagi (50%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Graala ustalamy na 4,18 zł, natomiast dla Seko na 5,15 zł. W przypadku Graala cena docelowa różni się do ceny rynkowej o więcej niż 10%, w związku z czym, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację SPRZEDAŻ dla Graala. W przypadku Seko cena docelowa nie różni się znacząco od ceny bieżącej, dlatego wydajemy rekomendację NEUTRALNIE dla Seko.

Tab. Wycena końcowa – Graal

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	4,94	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	3,41	50%
wycena Graal	4,18	
obecna cena akcji	4,99	

Źródło: BM BGŻ.

Tab. Wycena końcowa – Seko

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	6,15	50%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	3,66	50%
wycena Seko	5,15	
obecna cena akcji	4,70	

Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka spółki – Graal

Wyniki finansowe

Wyniki Spółki Graal za czwarty kwartał ubiegłego roku nie były zadowalające. Grupa osiągnęła w tym czasie 132 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 38% w stosunku do ostatniego kwartału 2007 r. Jednak zysk operacyjny wyniósł zaledwie 0,3 mln zł, który zawdzięczany jest jedynie działalności pozaoperacyjnej, ponieważ zysk na sprzedaży był ujemny (-3,5 mln zł). Natomiast dodatni wynik netto w wysokości 4,5 mln zł jest efektem otrzymania zwrotu podatku dochodowego w wysokości prawie 6 mln zł.

W całym 2008 r. spółka wypracowała 400 mln zł przychodów, czyli o 19% więcej niż rok wcześniej. Jednak na wszystkich poziomach zysku osiągnięty wynik był niższy niż w 2007 r. Zysk z działalności operacyjnej to w znacznej mierze (ponad 10 mln zł) pozostałe przychody operacyjne, na które składały się rozwiązane rezerwy oraz sprzedaż majątku. Zysk EBITDA utrzymany został na poziomie niewiele niższym niż w 2007 r. i wyniósł niemal 30 mln zł, głównie dzięki wzrostowi wartości amortyzacji. Zysk netto był o połowę niższy niż rok wcześniej, w dodatku w znacznej mierze pochodził ze zwrotu podatku.

Tab. Wyniki finansowe Graal

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	222,6	336,3	400,0	440,0
<i>zmiana r/r</i>	<i>33,8%</i>	<i>51,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>10,0%</i>
EBIT	13,9	23,1	16,5	17,7
<i>marża operacyjna</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>
EBITDA	17,2	33,5	29,8	32,4
Zysk brutto	11,3	18,1	8,6	8,6
Zysk netto	10,6	14,9	12,4	6,9
<i>marża netto</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>1,6%</i>
Przepływy z działalności operacyjnej	-8,6	47,0	48,3	20,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-81,9	-59,2	-37,0	-8,0
Przepływy z działalności finansowej	82,2	-14,0	-16,0	-17,1

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Spółka wypracowuje wysokie dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, na które składają się głównie zysk netto oraz wzrost zobowiązań handlowych. Graal ma stosunkowo długie rotacje zobowiązań i finansuje w ten sposób swoją działalność.

Przepływy z działalności inwestycyjnej wykazują duże ujemne wartości, które są efektem przeprowadzonych inwestycji i, w większej mierze, wydatków na przejęcia innych spółek włączanych do grupy kapitałowej. Na bieżący rok planowane są nakłady inwestycyjne w wysokości ok. 8 mln zł. Natomiast na przepływy z działalności finansowej składają się przede wszystkim spłaty kredytów oraz zaciąganie nowych zobowiązań a także płacone od długu odsetki. Spółka w dotychczasowej historii nie płaciła dywidendy oraz nie ma takich planów w najbliższej przyszłości.

Negatywną charakterystyką Graala jest stosunkowo wysoki poziom zadłużenia. Całkowita wartość zobowiązań odsetkowych na koniec roku wynosiła 117,5 mln zł. Po okresie intensywnej działalności akwizycyjnej, która finansowana była kolejnymi kredytami, Spółka zamierza obecnie zmniejszać poziom

zadłużenia. W ubiegłym roku dług zmniejszył się jedynie o 2 mln zł, jednak na ten rok planowana jest już spłata ok. 15 mln zł. Problemem może być duży udział w strukturze zadłużenia zobowiązań krótkoterminowych. Ze sprawozdań spółki wynika, że w pierwszym półroczu 2009 r. spłacie podlega ponad 31 mln zł kredytów. Konieczność rolowania długu w trudnych warunkach na rynku finansowym będzie miała swoje konsekwencje w wyższym koszcie finansowania. Spowoduje to jeszcze większe obciążenie Spółki kosztami finansowymi, które i tak są już wysokie (za 2008 r. współczynnik pokrycia odsetek EBIT/odsetki wyniósł 1,9, przy czym w czwartym kwartale zysk operacyjny był niższy niż zapłacone odsetki).

Po włączeniu do Grupy Kapitałowej nowych podmiotów następują teraz procesy integracji i optymalizacji działalności. Spółka dynamicznie zwiększa wartość przychodów, które wynikają zarówno z akwizycji, jak i ze wzrostu organicznego. Produkty kierowane są głównie do sieci handlowych, do których trafia 55% sprzedaży, przy czym 30% to marki własne Grupy, a pozostałe 25% stanowią marki sieci handlowych. Ok. ¼ przychodów pochodzi z handlu tradycyjnego, resztę stanowi eksport.

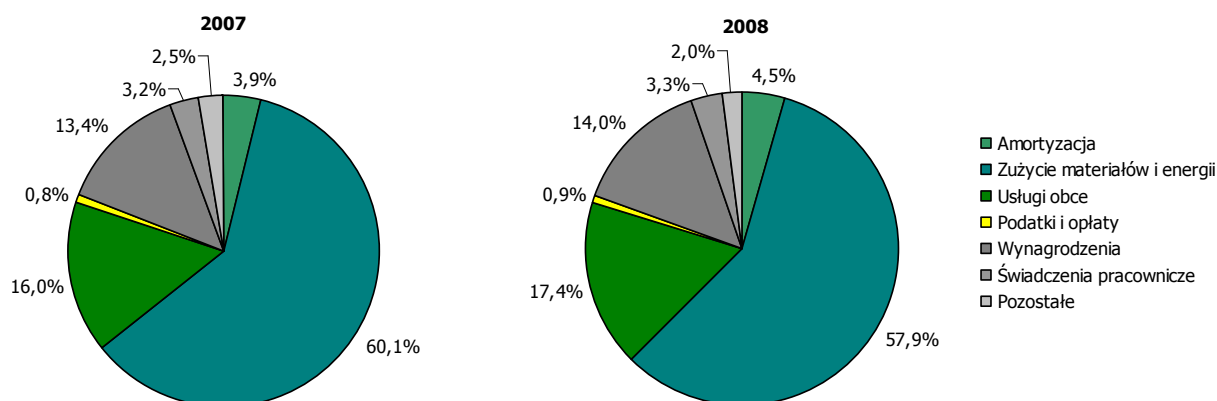
Graal dosyć aktywnie działa na rynku eksportowym, gdzie kierowane jest 21% produkcji, głównie pod markami sieci handlowych. Wartość eksportu wyniosła w zeszłym roku ok. 75 mln zł, co stanowi znaczny wzrost w stosunku do poprzedniego roku, kiedy eksport stanowił jedynie 11% przychodów. Z drugiej strony Spółka znaczną część surowca importuje z Dalekiego Wschodu i Europy Północnej. Spółka zaimportowała w zeszłym roku surowiec o wartości ok. 150 mln zł.

W związku z posiadaniem ekspozycji netto na zmianę kursu walutowego Spółka zawierała transakcje hedgingowe, jednak stanowiły one niewielką wartość i nie miały większego wpływu na wynik. Spółka zawarła też kontrakt CIRS polegający na zamianie wyłącznie oprocentowania opartego o stopę WIBOR na oprocentowanie oparte o LIBOR na USD. W związku z tym spadek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych przyczynił się do spadku obciążenia odsetkami.

STRUKTURA KOSZTÓW

Struktura kosztów Graala charakteryzowała się wysoką stabilnością w ostatnich latach, tzn. udział poszczególnych pozycji w całkowitej wielkości kosztów utrzymywał się na bardzo zbliżonym poziomie. Największą część kosztów stanowi pozycja odpowiadająca za zużycie materiałów i energii, która obejmuje ok. 2/3 wartości kosztów rodzajowych. W odniesieniu do przychodów wartość tej pozycji zwiększa się wraz ze zwiększaniem w strukturze sprzedaży produktów własnych kosztem sprzedaży towarów.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych Graala w 2007 r. i 2008 r.



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

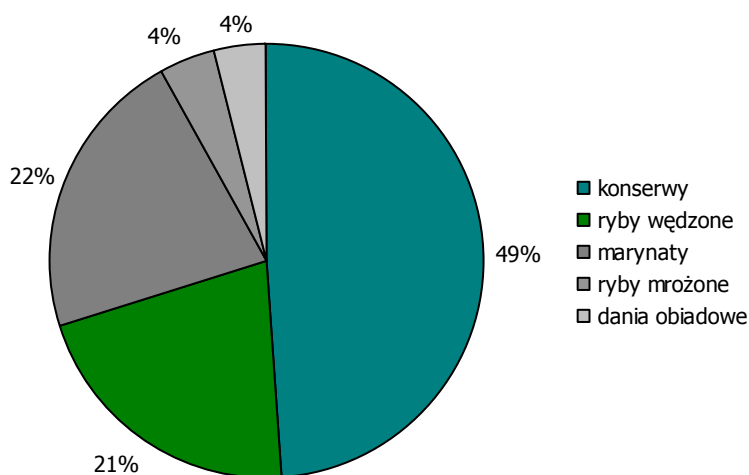
Drugą co do znaczenia pozycją są usługi obce, czyli przede wszystkim koszty logistyczne oraz wynajem powierzchni magazynowych. Dużą rolę odgrywają też koszty wynagrodzeń, których udział wzrósł w ostatnich latach z 10% do 14%, podobnie jak u innych przedsiębiorstw z branży, co jest efektem wzrostu płac w gospodarce. Istotny jest również wzrost amortyzacji, będący głównie wynikiem przejęć. Ogólna struktura kosztów Graala nie odbiega od rozkładu w innych spółkach z branży.

Działalność operacyjna

Graal jest Grupą kapitałową skupiającą spółki działające w branży przetwórstwa rybnego. Firma istnieje już prawie 20 lat, przy czym na początku funkcjonowała jako hurtownia spożywcza, po czym włączyła się w działalność produkcyjną. Przeprowadzane w kolejnych latach akwizycje doprowadziły do tego, że Graal jest obecnie największym podmiotem w Polsce w swojej branży pod względem wielkości przychodów.

Obecnie oferta handlowa obejmuje m. in. konserwy rybne, konserwy mięsne, owoce morza, kawior, ryby mrożone marynaty, sałatki rybne i warzywne oraz dania obiadowe. Tak szeroki asortyment powoduje, że Graal jest obecny w każdym segmencie rynku rybnego. Struktura asortymentowa Graala przedstawiona jest na wykresie.

Rys. Struktura asortymentu Graala (wg wartości przychodów)



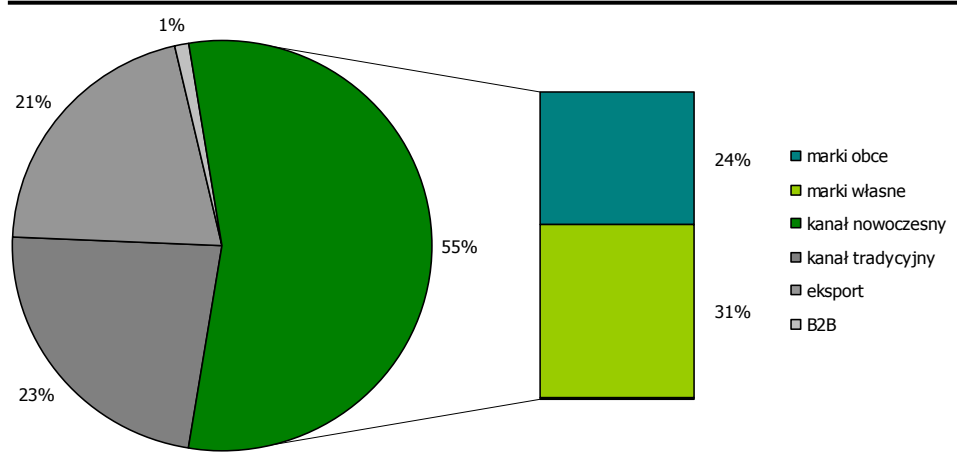
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

W strukturze sprzedaży dominującą pozycję stanowi kanał nowoczesny, czyli wszelkie sieci handlowe, przez które generowanych jest 55% przychodów. Prawie połowę z nich (24% całej sprzedaży) stanowią produkty kierowane na rynek pod obcymi markami, których odbiorcami są m. in. Biedronka, Tesco, Carrefour, Real, czy Kaufland. Natomiast pozostała część przychodów w tym segmencie oraz cała sprzedaż z kanału tradycyjnego generowana jest przez produkty pod markami własnymi producenta. W wyniku dokonanych przejęć w Grupie Graal występuje obecnie kilka marek. Są to: Graal, Black Rose, Superfish, Koral, Kordex, Gaster i Tess.

Coraz większe znaczenie w Grupie ma również sprzedaż eksportowa do Europy Zachodniej i Ameryki, głównie w postaci produktów pod markami obcymi. W ubiegłym roku ze sprzedaży za granicę pochodziło 21%

przychodów, czyli ok. 80 mln zł. Stanowi to znaczący wzrost w stosunku do roku poprzedniego, kiedy eksport odpowiadał jedynie za 11% sprzedaży. Z drugiej strony duża ilość surowca jest importowana i rozliczana w dolarach i euro (w 2008 r. import wyniósł ok. 150 mln zł). W związku z tym Spółka posiada ekspozycję netto na zmianę kursów walutowych, a słaby złoty niekorzystnie wpływa na wyniki. Zgodnie z zapewnieniami Zarządu, Spółka obecnie nie posiada, poza wymienionymi wcześniej, instrumentów pochodnych.

Rys. Struktura sprzedaży Graal



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Produkcja w Spółce odbywa się przy wykorzystaniu nowoczesnych linii technologicznych oraz przy zachowaniu wysokich norm jakościowych. Spółka była również włączona do grona Gazeł Biznesu, czyli najbardziej dynamicznie rozwijających się spółek krajowych.

Struktura Grupy Kapitałowej Graal

Graal bardzo aktywnie angażował się w akwizycje w ostatnich latach. Do Grupy zostało włączonych kilka nowych spółek działających w branży przetwórstwa rybnego jako producenci lub dystrybutorzy produktów rybnych. Kolejne marki przyłączane do Graala przyczyniały się do zwiększania dywersyfikacji sprzedaży i poszerzania grona klientów. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka spółek należących do Grupy Kapitałowej Graal.

Polinord jest producentem konserw rybnych pod znakiem handlowym EURA.

Koral został kupiony za 44 mln zł w grudniu 2006 r. Jest to jedna z większych spółek i zarazem wiodący eksporter branży rybnej w Polsce. Koral jest spółką o ugruntowanej pozycji rynkowej jako producent łososia wędzonego i innych ryb wędzonych, marynat oraz konserw rybnych.

Kooperol zajmuje się produkcją i dystrybucją konserw mięsnych oraz obiadowych dań gotowych w słoikach i na tackach. Spółka została włączona do Grupy w lipcu 2007 r.

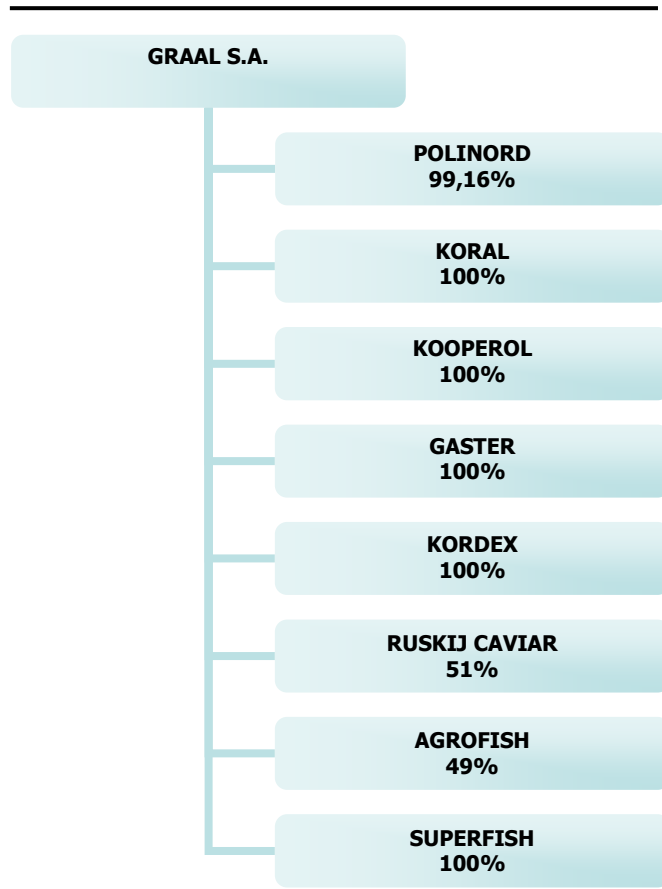
Gaster z kolei jest producentem marynat i sałatek. Graal zwiększył swój udział w tej spółce do 100%.

Kordex produkuje ryby marynowane, solone i mrożone oraz wyroby garmażeryjne. Spółka kupiona za 16 mln zł w lipcu 2006 r.

Ruskij Caviar znajduje się w Grupie już od 2005 r. Jest to spółka niszowa, która zajmuje się pozyskiwaniem i produkcją kawioru.

Agrofish produkuje mączkę rybną, olej rybny oraz pasze nowej generacji. Koszt zakupu udziałów w spółce wyniósł w grudniu 2006 r. 4 mln zł.

Rys. Struktura Grupy Kapitałowej Graal



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

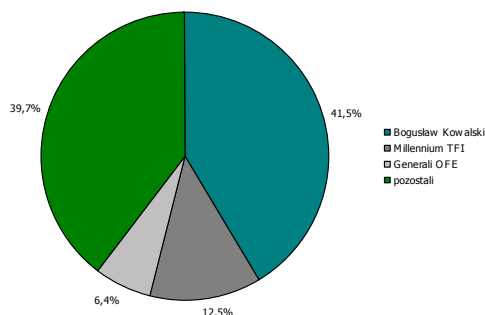
Superfish jest producentem mrożonych i chłodzonych wyrobów rybnych oraz konserw, które sprzedawane są pod markami Superfish, Abba i Barka. Spółka zakupiona została na przełomie 2007 i 2008 r. od norweskiego właściciela za 10 mln zł.

W najbliższym czasie powinno dojść do kolejnego zakupu, ponieważ podpisana już została umowa przedwstępna dotycząca transakcji kupna spółki DOS, będącej producentem konserw i przetworów rybnych. 100% udziałów zostanie nabytych za 1 mln zł. Dodatkowo przeprowadzona będzie restrukturyzacja Grupy polegająca na przekształceniu spółek KorDEX i Gaster w zakłady produkcyjne i włączeniu ich w struktury spółki Superfish.

Struktura akcjonariatu

Największym akcjonariuszem spółki Graal jest Bogusław Kowalski, który jednocześnie jest założycielem spółki i pełni funkcję Prezesa. Poza tym w akcjonariacie znajduje się dwóch inwestorów instytucjonalnych – Millennium TFI oraz Generali OFE, posiadający odpowiednio 12,5% oraz 6,4% akcji. Reszta akcji znajduje się w wolnym obrocie (prawie 40%).

Rys. Struktura akcjonariatu Graal S.A.



	% akcji	% głosów
Bogusław Kowalski	41,5%	41,5%
Millennium TFI	12,5%	12,5%
Generali OFE	6,4%	6,4%
pozostali	39,7%	39,7%

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Charakterystyka spółki – Seko

Wyniki finansowe

W 2008 r. Seko osiągnęło 111,7 mln zł przychodów oraz 2,7 mln zł zysku netto, co stanowi w stosunku do 2007 r. odpowiednio wzrost o 20% i spadek o 42%. Tradycyjnie największa część przychodów zrealizowana została w czwartym kwartale, jednak sytuacja w otoczeniu zewnętrznym uniemożliwiła osiągnięcie wysokiego wyniku netto. Przyczyniły się do tego głównie straty na różnicach kursowych, wynikające z dynamicznego osłabienia się polskiej waluty w tym okresie.

Seko systematycznie zwiększa swoją sprzedaż, uzyskując od kilku do kilkunastu procent wzrostu przychodów w kolejnych latach. Znaczny wzrost przychodów może nastąpić dopiero po uruchomieniu nowego zakładu, który zostanie oddany do użytku w 2010 r. Wtedy dynamika sprzedaży znacznie wzrośnie, dzięki poszerzeniu asortymentu i wykorzystaniu możliwości eksportowych.

Do ubiegłego roku marża operacyjna charakteryzowała się stałym poziomem, jednak nie udało się utrzymać jej w 2008 r. Wzrost kosztów, głównie płac oraz kosztów transportu, spowodował, iż uzyskiwana rentowność obniżyła się. Dodatkowym czynnikiem działającym na niekorzyść Spółki było odwrócenie się trendu aprecjacyjnego złota, przez co importowany surowiec stał się droższy. Długoterminowe kontrakty negocjowane na kilka miesięcy w przyszłość nie pozwoliły zwiększyć cen sprzedawanych produktów, w związku z czym zysk musiał się zmniejszyć. Niewielką korzyść dał natomiast spadek kosztów logistyki i opakowań w drugiej połowie roku.

Ponieważ Seko posiada bardzo niewielkie zadłużenie, wynik netto nie jest obciążony wysokimi kosztami obsługi kredytów (na koniec czwartego kwartału całkowite zadłużenie Spółki wynosiło niecałe 5 mln zł, natomiast w styczniu zostało w całości spłacone). Efektem wspomnianych wyżej czynników był spadek marży netto z 4,9% do 2,4%. Wyniki w bieżącym roku powinny być poprawione zarówno na poziomie przychodów, jak i zysku.

Tab. Wyniki finansowe Seko

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P
Przychody ogółem	79,7	93,0	111,7	119,5
<i>zmiana r/r</i>	8,3%	16,7%	20,1%	7,0%
EBIT	4,4	5,0	3,8	3,9
<i>marża operacyjna</i>	5,6%	5,3%	3,4%	3,3%
EBITDA	5,8	6,5	6,2	7,1
Zysk brutto	3,8	5,7	3,3	3,9
Zysk netto	3,0	4,6	2,7	3,2
<i>marża netto</i>	3,8%	4,9%	2,4%	2,6%
Przepływy z działalności operacyjnej	3,8	4,1	2,6	8,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,6	-12,2	-9,1	-12,0
Przepływy z działalności finansowej	-0,7	28,0	-5,3	-3,7

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

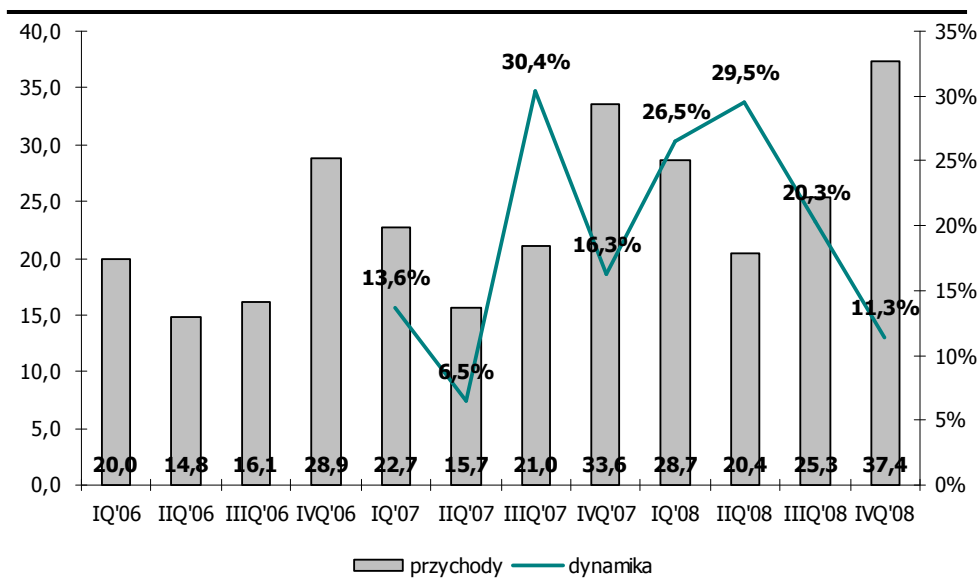
P - prognoza BM BGŻ

Seko osiąga dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, natomiast działalność inwestycyjna wykazuje ujemne saldo, wynikające z nakładów inwestycyjnych na środki trwałe. W 2007 r. Spółka pozyskała środki

z emisji akcji, w związku z czym przepływy finansowe były dodatnie. W ubiegłym roku ujemne saldo wynikało ze spłaty większości zadłużenia. Spółka nie płaćła dotychczas dywidendy i nie zamierza przeznaczać żadnych środków na ten cel przynajmniej do zakończenia inwestycji w nowy zakład.

Na poniższym wykresie przedstawiona jest sezonowość sprzedaży w branży rybnej. Największe przychody, a zarazem największe zyski, realizowane są w czwartym oraz w pierwszym kwartale każdego roku. Seko udaje się systematycznie zwiększać przychody, osiągając wysokie wzrosty w kolejnych kwartałach. Tendencja ta powinna utrzymać się również w przyszłości, szczególnie po zwiększeniu mocy produkcyjnych dzięki nowemu zakładowi.

Rys. Przychody Seko w poszczególnych kwartałach (mln zł) oraz ich dynamika (r/r)



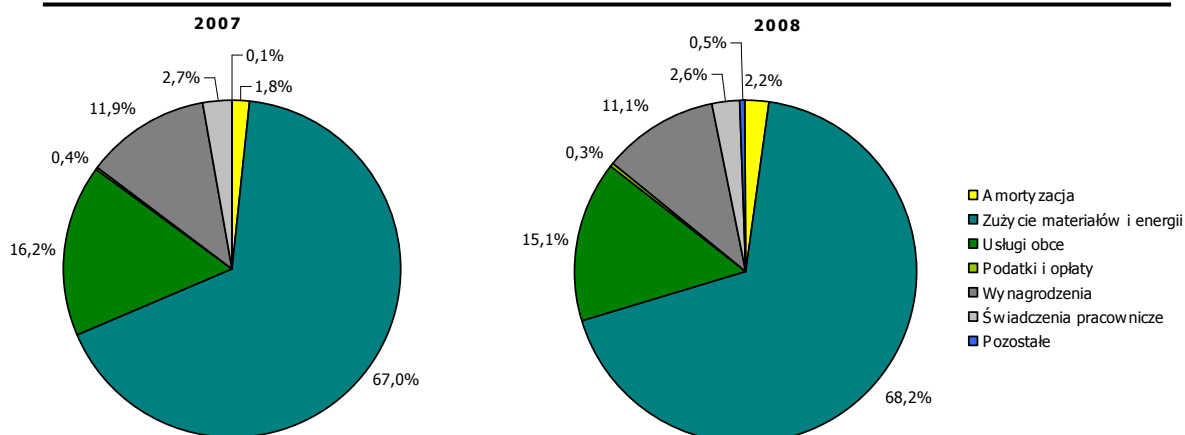
Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

STRUKTURA KOSZTÓW

Dominującym składnikiem kosztów ponoszonych przez Spółkę jest zużycie towarów i materiałów, które utrzymuje się na stałym poziomie względem przychodów (65%) i stanowi 67-68% wszystkich kosztów. Drugą pod względem wielkości jest pozycja usług obcych, na które przede wszystkim składają się koszty związane z logistyką i dostarczeniem produktów do odbiorców. Obie pozycje charakteryzują się wyższymi wartościami niż w innych spółkach w tej branży. Wskazuje to na możliwość zwiększenia marży i bardziej efektywnego zarządzania produkcją i dostawami.

Pozostałe pozycje wykazują wielkości podobne do innych spółek z branży przetwórstwa rybnego. Jedynie amortyzacja stanowi niższy udział w kosztach ze względu na niskie nakłady inwestycyjne Seko w ostatnich latach. Sytuacja ta zmieni się po rozpoczęciu umarzania majątku powstałego w wyniku planowanych na ten i przyszły rok inwestycji.

Rys. Struktura kosztów rodzajowych Seko w 2007 r. i 2008 r.



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

INWESTYCJE

Wchodząc na giełdę w 2007 r., Spółka pozyskała 25,5 mln zł, które miały zostać przeznaczone na akwizycje, rozwój sieci sprzedaży i budowę nowego zakładu produkcyjnego. Ten ostatni cel najprawdopodobniej zostanie zrealizowany w tym i w przyszłym roku. Seko jest gotowe do rozpoczęcia inwestycji, jednak wstrzymuje się z rozpoczęciem prac w związku z możliwością uzyskania dofinansowania z Unii Europejskiej.

Całkowity koszt budowy nowego zakładu produkcyjnego ma wynieść ok. 30 mln zł, przy czym połowę tych środków pochłonie budynek, a drugą połowę maszyny. Bezpośrednio po załatwieniu wszystkich formalności związanych z dotacją Spółka ruszy z pracami inwestycyjnymi. Zgodnie z założeniami w tym roku koszty inwestycji wyniosą ok. 12-15 mln zł, pozostała część nakładów wystąpi w 2010 r. Dotacja unijna pozwoliłaby na zmniejszenie obciążenia Spółki o ok. 18 mln zł, ponieważ gwarantowany jest zwrot 60% wartości inwestycji. Koszt inwestycji pokryty zostanie ze środków własnych, bez konieczności zaciągania kredytów.

Rozbudowa zakładu produkcyjnego pozwoli zwiększyć moce produkcyjne nawet o 100%, poszerzając jednocześnie asortyment Spółki o inne ryby niż śledź, który odpowiada obecnie za 95% przychodów. Produkcja w nowym zakładzie ma być w znacznym stopniu zautomatyzowana, dzięki czemu wzrost produkcji nie będzie wymagał znacznego wzrostu zatrudnienia.

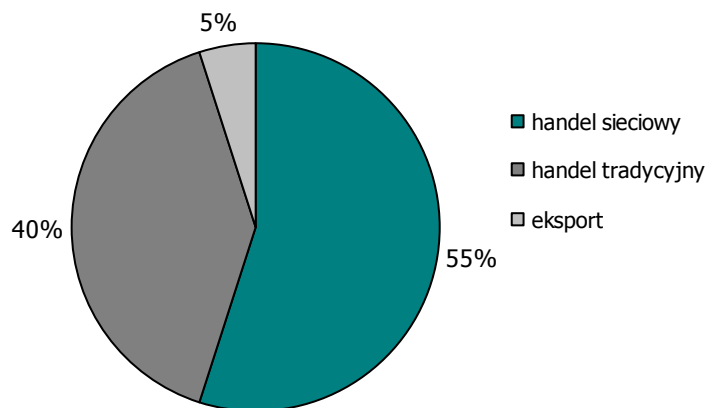
Działalność operacyjna

Podstawową działalnością spółki Seko jest przetwórstwo rybne. Swoją działalność prowadzi już od 17 lat, a produktami znajdującymi się w ofercie handlowej są marynaty rybne, wyroby rybne na bazie śledzia solonego, sałatki rybne i jarzynowe, ryby smażone oraz inne rybne wyroby garmazeryjne. Na całość oferty składa się ponad 200 produktów, co plasuje Spółkę w gronie liderów rynku krajowego.

Swoje produkty Seko oferuje zarówno w sieciach handlowych (ok. 55% przychodów), jak i w tradycyjnym segmencie sprzedaży poprzez hurtownie (ok. 40% przychodów), przy czym wszystkie produkty oferowane są pod markami własnymi producenta. Pozostała część produkcji (ok. 5%) kierowana jest

na eksport do Niemiec, Czech, Francji, Irlandii, Anglii, Włoch i Stanów Zjednoczonych, na co pozwalają uzyskane certyfikaty potwierdzające wysoką jakość produkcji.

Rys. Struktura sprzedaży Seko



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Ponieważ zasoby śledzia w Morzu Bałtyckim są niewielkie, duży udział w dostawach surowca (ok. 30%) stanowi import, głównie z Islandii, Norwegii, Niemiec i Danii. Ze względu na fakt, iż koszty ponoszone w walutach obcych przewyższają przychody z eksportu, Spółka wystawiona jest na ryzyko walutowe, jednak nie stosuje żadnych instrumentów zabezpieczających w celu eliminacji tego ryzyka. W efekcie osłabianie się polskiej waluty powoduje pogorszenie się wyników Spółki, natomiast aprecjacja złotego korzystnie wpływa na jej działalność.

Obecnie Spółka zatrudnia ponad 500 osób, a cała produkcja odbywa się w nowoczesnym zakładzie w Chojnicach, który powstał w 2001 r. Ze względu na wysoki popyt na produkty Seko, który nie może być zaspokojony dzięki wydajności posiadanego zakładu, Spółka zdecydowała się na budowę nowego zakładu produkcyjnego. Środki na ten cel pozyskane zostały w 2007 r. w drodze publicznej oferty akcji.

Innym celem pozyskania środków z emisji akcji były akwizycje przedsiębiorstw z branży przetwórstwa rybnego. Do tej pory Seko dokonało jednej akwizycji (sierpień 2007), kupując 50% udziałów w spółce Polryb, która zajmuje się obróbką świeżej ryby bałtyckiej. Udziały w przejętej spółce o wartości księgowej 3,5 mln zł zostały nabyte za 3,3 mln zł. Ponieważ przychody i zysk netto Polryb za 2008 r. wynoszą odpowiednio 5 mln zł i 0,2 mln zł, mają one niewielki wpływ na wynik Seko, w związku z czym wyniki tej spółki nie są konsolidowane.

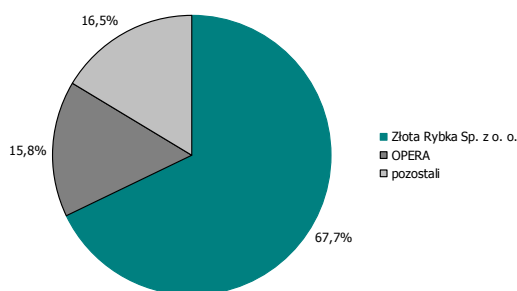
Od stycznia bieżącego roku dodatkową działalnością Seko jest prowadzenie stacji benzynowej w ramach umowy franszyzowej ze Statoil Polska. Spółka zakupiła stację wraz z budynkiem przeznaczonym na hurtownię produktów. Całkowity nakład poniesiony na oba obiekty to 3,5 mln zł (2 mln zł koszt nabycia oraz 1,5 mln zł nakłady wykończeniowe). Działalność ta będzie przynosić kilka milionów zł przychodów.

Spółka Seko była wielokrotnie wyróżniana jako jedno z najlepiej rozwijających się przedsiębiorstw w regionie. Pięciokrotnie otrzymała tytuł „Gazeli Biznesu”, została także wyróżniona jako „Solidny Pracodawca 2007 w Branży Przetwórstwa Rybnego”. Jednocześnie produkty Seko należą do wysoko ocenianych w swojej grupie.

Struktura akcjonariatu

Większościowym akcjonariuszem Seko S.A. jest spółka Złota Rybka, natomiast jedynymi właścicielami spółki Złota Rybka są członkowie Zarządu oraz Rady Nadzorczej Seko – Kazimierz Kustra, Tomasz Kustra, Joanna Szymczak oraz Karolina Kustra, którzy w ten sposób pośrednio są w posiadaniu pakietu kontrolnego Seko. Dodatkowo posiadane przez nich akcje są uprzywilejowane co do głosu, co pozwala im wykonywać aż 80% wszystkich głosów. Jedynym akcjonariuszem posiadającym ponad 5% akcji spółki jest fundusz OPERA. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie (16,5%).

Rys. Struktura akcjonariatu Seko S.A.



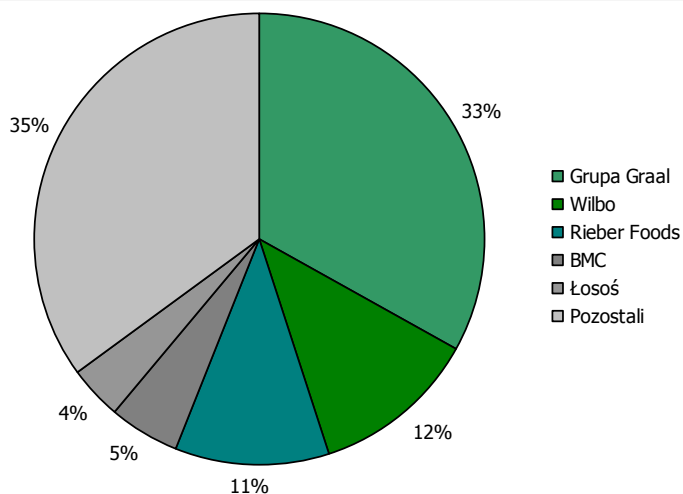
	% akcji	% głosów
Złota Rybka Sp. z o. o.	67,7%	80,7%
OPERA	15,8%	9,4%
pozostali	16,5%	9,8%

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie konkurencyjne

W branży przetwórstwa rybnego w Polsce funkcjonuje 236 przedsiębiorstw uprawnionych do handlu produktami rybnymi na obszarze UE oraz ok. 110 firm dopuszczonych do sprzedaży tylko na rynki lokalne w kraju. W branży występuje zatem stosunkowo duża konkurencja i rozdrobnienie rynku. Przy czym w większości są to niewielkie przedsiębiorstwa, a jedynie kilka z nich obejmuje swoim zasięgiem obszar całej Polski. Największym graczem na rynku konserw jest Grupa Graal, będąca jednocześnie liderem w dostawach do sieci handlowych. Powyżej 10% udziału w rynku mają również Wilbo, Rieber Foods, BMC oraz Łosoś.

Rys. Udziały rynkowe poszczególnych producentów konserw



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Na GPW notowane są trzy spółki działające w branży przetwórstwa rybnego – Wilbo, Graal i Seko. Wybrane spółki działają w tej samej branży, jednak struktura asortymentu pozostaje odmienna. Wilbo skupia się na produkcji konserw rybnych i ryb mrożonych, Graal sprzedaje głównie konserwy, ryby wędzone i marynaty, natomiast Seko koncentruje się niemal wyłącznie na produkcji marynat i sałatek.

Spółki te charakteryzują się różną wielkością, a dominującą pozycję posiada Graal, osiągając w skali roku ponad 400 mln zł przychodów. Wilbo i Seko są znacznie mniejszymi podmiotami (odpowiednio 153 i 111 mln zł przychodów). Efektywność mniejszych spółek jest wyższa, czego dowodem jest wyższy zwrot na aktywach. Wilbo i Seko wykazują zwrot znacznie przewyższający wynik Graala. Niższą wartość wskaźnika ROA Graal kompensuje wysokim zadłużeniem i dźwignią finansową, dzięki czemu zwrot na kapitale własnym jest w tej spółce największy. Jednak pozostałe spółki nie odbiegają znacznie od lidera i osiągają ROE również zbliżone do poziomu 6%.

Tab. Porównanie wyników finansowych i wskaźników za 2008 r. dla Spółek rybnych notowanych na GPW

wskaźnik	Wilbo	Graal	Seko
ROA	3,9%	2,8%	3,5%
ROE	5,4%	6,2%	5,9%
dług / EBITDA	58,8%	394,0%	76,1%
dług / kapitał własny	6,4%	58,7%	10,5%
Przychody (mln)	153,4	400,0	111,7
marża brutto na sprzedaży	27,6%	21,6%	20,8%
marża EBIT	2,9%	4,1%	3,4%
marża EBITDA	5,5%	7,5%	5,5%
marża netto	2,8%	3,1%	2,4%
rotacja zapasów	76,8	69,1	33,9
rotacja należności	86,3	125,6	73,6
rotacja zobowiązań	39,4	78,5	61,1
cykl rotacji gotówki	123,7	116,2	46,4

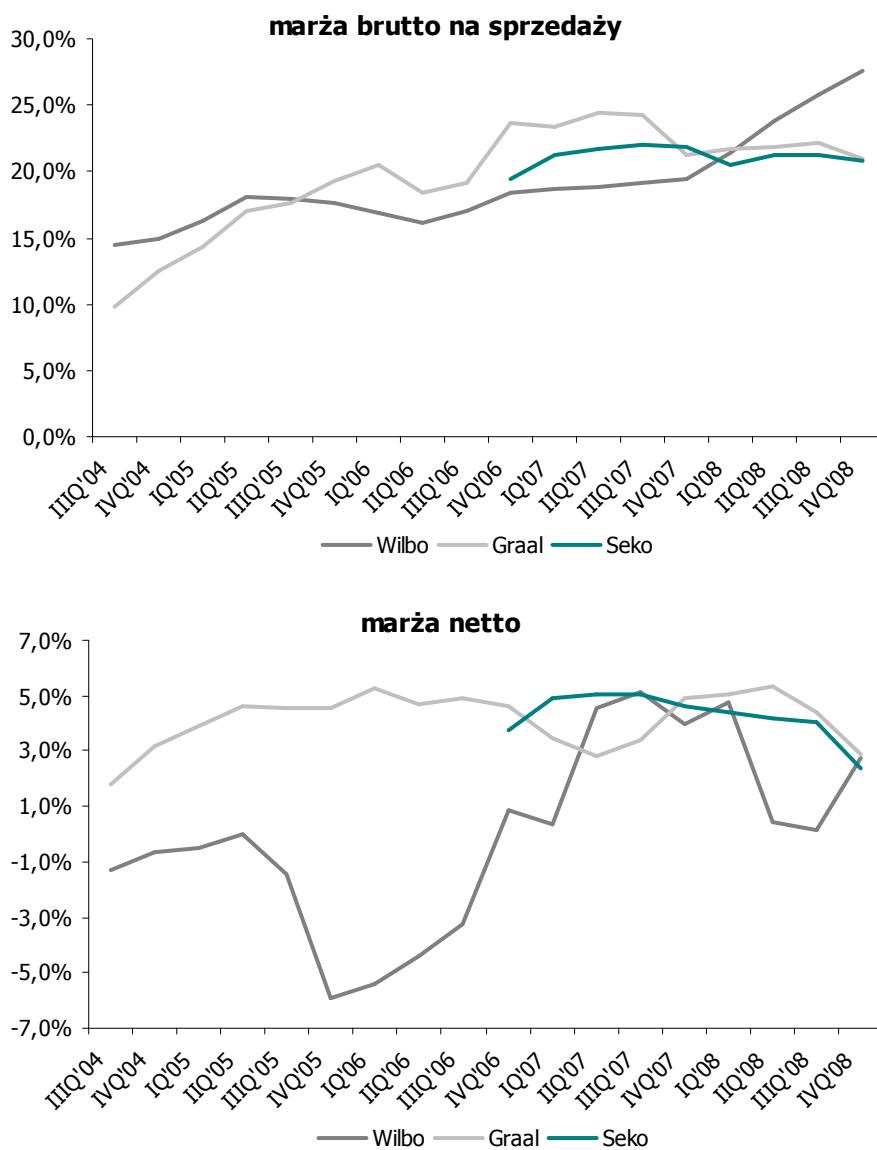
Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

O ile wysokie zadłużenie poprawia rentowność kapitału własnego, o tyle negatywnie wpływa ono na postrzeganie spółki. Dług odsetkowy Graala wynosi ponad połowę kapitałów własnych i czterokrotnie przewyższa wartość wypracowanego przez spółkę zysku EBITDA. Wilbo i Graal posiadały na koniec roku niskie zadłużenie, które w pierwszym kwartale zostało praktycznie w całości spłacone przez obie spółki.

Uzyskiwana marża brutto na sprzedaży charakteryzowała się w ostatnich latach zdecydowaną tendencją wzrostową we wszystkich spółkach. Szczególnie widoczna poprawa wystąpiła w Wilbo, które osiąga obecnie najwyższy poziom marży zawdzięczany głównie temu, że Spółka nie prowadzi produkcji pod markami obcymi. W przypadku Graala i Seko w ostatnich kwartałach marże stabilizują się lub nawet nieznacznie spadają, co może być skutkiem przejęć innych, mniej rentownych spółek (w przypadku Graala) lub produkcją na zlecenie sieci handlowych, która jest z reguły bardzo nisko marżowa (obie spółki).

Na poziomie marży netto wyniki są bardziej zróżnicowane, choć w ostatnich kwartałach zbiegają do podobnego poziomu (2,5%-3%). Jak podaje GUS, średnia rentowność netto w branży przetwórstwa rybnego w 2008 r. wyniosła 2,5%, także spółki giełdowe osiągają wynik nieznacznie powyżej średniej. Długotrwałe uzyskiwanie dodatnich marż wskazuje, że działalność w przetwórstwie rybnym może być rentowna w długim terminie.

Rys. Wartości marży brutto na sprzedaży oraz marży netto dla spółek rybnych (narastająco za cztery kolejne kwartały)



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Również wartości rotacji są zróżnicowane dla poszczególnych spółek. Wilbo charakteryzuje się najdłuższą rotacją zapasów na koniec 2008 r., co jest efektem zwiększenia zakupów surowca po niższych cenach i przy korzystniejszym kursie na koniec roku. Efektywnością w zarządzaniu zapasami wykazuje się przede wszystkim Seko z rotacją ponad dwukrotnie krótszą niż konkurenci.

Najdłuższą rotację należności u Graala należy tłumaczyć tym, że spółka ok. 55% swojej sprzedaży kieruje do sieci handlowych, gdzie terminy ściągania należności są maksymalnie wydłużane przez odbiorców. Wilbo i Seko charakteryzują się dużo niższymi i podobnymi do siebie wartościami pod tym względem, choć również znaczną część sprzedaży kierują do sieci handlowych.

Pod względem rotacji zobowiązań najkorzystniej wypada Graal, co można tłumaczyć wielkością sprzedaży i siłą przetargową tej spółki w stosunku do dostawców, którymi zazwyczaj są indywidualni rybacy. Wilbo i Seko są podmiotami znacznie mniejszymi i o zbliżonej wielkości, w związku z czym ich warunki

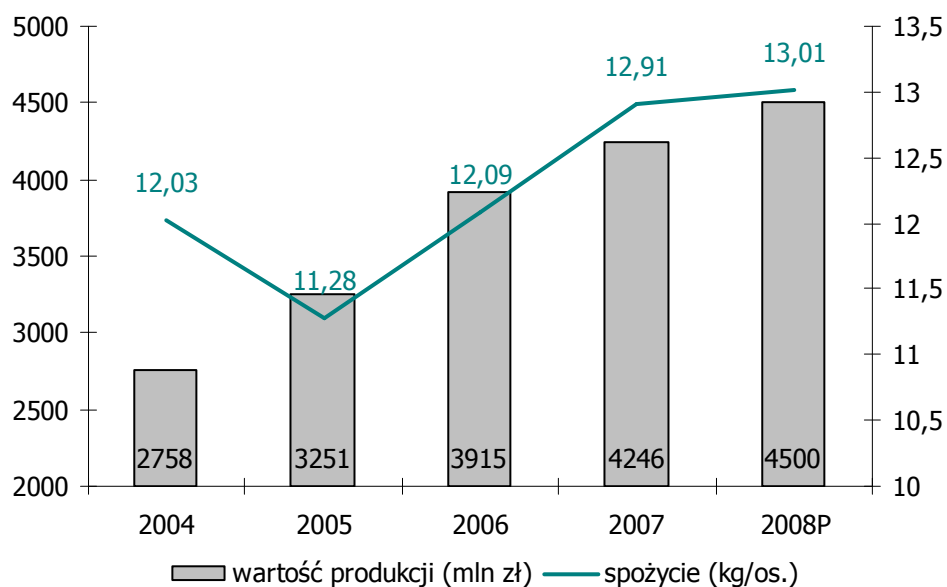
zakupowe mogą być nieco gorsze. Duże znaczenie ma także fakt finansowania. Graal korzysta z możliwości późnego realizowania zobowiązań, finansując w ten sposób swoją działalność. Seko i Wilbo, jako spółki generalnie nadpłynne, wykorzystują możliwość szybszego spłacania zobowiązań w zamian za niższe ceny, co wspiera wyższą rentowność. Cały cykl rotacji gotówki wyrażony w dniach jest najdłuższy w Wilbo i w Graalu i zdecydowanie najkrótszy w Seko.

W zestawieniu branżowym Wilbo zdaje się prezentować najlepiej z porównywanych spółek. Stały wzrost rentowności oraz poprawa zysku przy niskim zadłużeniu pozwalają dobrze ocenić spółkę. Na pozytywną ocenę zasługuje też Seko, gdzie również jest bardzo niski dług, a osiągane wyniki są stabilne. Korzystne wskaźniki rotacji oraz perspektywy związane z rozbudową zakładu wpłyną na dobre wyniki w przyszłości. Natomiast w obecnej sytuacji, niesprzyjającej spółkom o wysokim zadłużeniu, trudno docenić Graala, który dodatkowo nie zachwyca swoimi wynikami.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Przetwórstwo rybne, które w Polsce ma ponad 100-letnią tradycję, od kilku lat należy do najszybciej rozwijających się branż krajowego sektora żywnościowego i charakteryzowało się wzrostem w tempie kilku procent w skali roku. Prognozy na ubiegły rok wskazują, że produkcja w tej dziedzinie wyniesie 450 tys. ton o łącznej wartości bliskiej 5 mld zł wobec 430 tys. ton o wartości 4,5 mld zł rok wcześniej.

Rys. Wartość produkcji finalnej przetwórstwa rybnego oraz spożycie ryb (w kg masy żywej) w Polsce



Źródło: MIR, GUS, BM BGŻ.

P – prognoza MIR

Rynek przetwórstwa ryb stale zwiększa swoją wartość, jednak dynamika wzrostu sprzedaży zmniejsza się. O ile w latach 2005-6 wynosiła ona ponad 20%, o tyle ostatnie dwa lata to tylko kilkuprocentowy przyrost (w cenach bieżących). Zarówno pierwszy jak i drugi wynik związany jest z dynamiką eksportu. Po przystąpieniu do UE sprzedaż za granicę rosła w tempie ok. 30-40% rocznie, natomiast ostatnie dwa lata charakteryzowały się rocznym wzrostem eksportu o 5-8%. Spadek dynamiki wynikał z umacniania się waluty polskiej w tym okresie, co zmniejszało konkurencyjność polskich producentów. Głównymi odbiorcami produktów polskiego

przetwórstwa rybnego są Niemcy, Francja, Szwecja, Wielka Brytania, Dania, Czechy, USA i Szwajcaria, przy czym do krajów UE trafia ponad 90% eksportu. Rosnący eksport polskich przetworów rybnych pociągnął za sobą konieczność zwiększenia importu surowca. Polscy przetwórcy kupują go przede wszystkim w krajach EFTA, gdzie głównymi partnerami są Norwegia i Islandia, a także w państwach Unii Europejskiej. Znaczne ilości surowca rybnego sprowadzane są również z Chin.

Natomiast wielkość spożycia ryb wskazuje na coraz większą popularność tych produktów wśród Polaków. Od 2005 r. następuje stały wzrost spożycia ryb i owoców morza na osobę. Wynika to ze wzrostu zamożności i dochodu rozporządzalnego Polaków. Ryby, a w szczególności owoce morza, traktowane są jako produkty z wyższej półki, czego potwierdzeniem jest ich dość wysoka cena, będąca 1,5-2 razy większa od cen mięsa drobiowego czy schabu. Wzrost wynagrodzeń w Polsce przyczyniał się zatem do wzrostu konsumpcji ryb. Przy czym zarówno produkcja, jak i spożycie konserw pozostaje na podobnym poziomie od kilku lat. Te produkty z kolei zaliczane są do grupy tanich, kupowanych głównie przez osoby mniej zamożne.

Udział wydatków gospodarstw domowych na zakup ryb i przetworów rybnych w wydatkach na żywność jest stabilny, a grupą konsumującą najwięcej tego typu produktów są emeryci i renciści, u których poziom spożycia ryb jest o ok. 50% wyższy niż w innych gospodarstwach.

Przetwórstwo rybne uważane jest za perspektywiczną branżę. Spożycie ryb na osobę w krajach wysoko rozwiniętych, takich jak Szwecja, Francja, Wielka Brytania, Norwegia, czy Japonia jest od kilku do kilkunastu razy większe niż w Polsce. Pozwala to oczekiwać, iż wzrost świadomości żywieniowej Polaków połączony ze wzrostem ich zamożności spowoduje zwiększenie konsumpcji ryb i przetworów rybnych.

Spożycie ryb i przetworów rybnych charakteryzuje się dużą sezonowością. Najwięcej produktów tego typu spożywanych jest w czwartym oraz w pierwszym kwartale, natomiast najmniej w okresie letnim. Dotyczy to głównie ryb świeżych i mrożonych, ponieważ spożycie konserw i ryb wędzonych jest względnie stałe w całym roku. Efektem tego jest zróżnicowanie wyników osiąganych przez spółki z branży w zależności od kwartałów – największe przychody i największe zyski realizowane są w pierwszym i czwartym kwartale.

Przyszłość branży nie jest jednak pozbawiona ryzyka. Panujący obecnie kryzys doprowadzić może do wzrostu bezrobocia i przesunięcia wydatków konsumentów z produktów droższych na tańsze, co spowodowałoby ograniczenie konsumpcji ryb, jako produktu stosunkowo drogiego, na korzyść innych rodzajów mięsa. Z drugiej strony zwiększyłyby się wtedy spożycie konserw i marynat uznawanych za artykuły tanie o stosunkowo sztywnym popycie, jednak zagregowana wartość konsumpcji produktów rybnych może się zmniejszyć.

Czynnikami, które w najbliższych kwartałach mogą negatywnie oddziaływać na rozwój branży przetwórstwa rybnego, będą zaostrzające się kryteria udzielania kredytów przez banki komercyjne, wzrost kosztów działalności (płace, ceny materiałów, surowców, energii, rosnący koszt pozyskania kapitału). Również spożycie indywidualne nie będzie zwiększać się tak dynamicznie jak w poprzednich latach. W związku ze spodziewanym wzrostem bezrobocia (spadek nowych miejsc pracy, ograniczanie istniejącego zatrudnienia) szacowany wzrost konsumpcji w 2009 r. wyniesie ok. 3-5% (w stosunku do 8% w 2008 r.).

Oslabienie koniunktury obserwowane obecnie w krajach Europy Zachodniej odbije się również na rynku ryb. Zagrozeniem będzie głównie mniejszy popyt na rynku niemieckim, a także spadek krajowej konsumpcji. Oslabienie złotego wobec euro i dolara spowoduje wzrost cen ryb, ponieważ znaczna ich część pochodzi z importu. Efektem tego będzie pogorszenie się relacji cen ryb w stosunku do drobiu czy wieprzowiny. Z drugiej strony słabość polskiej waluty przyczynia się do poprawy konkurencyjności eksportu na rynkach zagranicznych, co może w znacznej mierze może skompensować niższy popyt.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans Graal

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	434,0	441,8	451,3	461,5	473,8	485,0	497,1
Aktywa trwałe	251,0	219,7	213,0	204,3	195,2	185,4	174,9
Wartości niematerialne i prawne	42,7	41,4	40,2	38,6	36,8	34,8	32,6
Wartość firmy	52,9	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
Rzeczowe aktywa trwałe	144,2	141,8	136,2	129,2	121,8	114,0	105,7
Aktywa obrotowe	182,9	222,1	238,3	257,1	278,6	299,6	322,2
Zapasy	67,6	75,7	84,3	91,1	98,4	105,5	112,3
Należności krótkoterminowe	108,8	137,7	150,2	162,3	175,2	187,9	200,1
Środki pieniężne	6,3	8,5	3,5	3,6	4,7	6,1	9,6
PASYWA	434,0	441,8	451,3	461,5	473,8	485,0	497,1
Kapitał własny	188,3	200,3	207,3	215,9	226,4	238,5	252,4
Kapitał zakładowy	80,6	80,6	80,6	80,6	80,6	80,6	80,6
Kapitał zapasowy	18,2	25,7	53,0	60,0	68,6	79,1	91,2
Zysk netto	22,7	27,4	6,9	8,7	10,4	12,2	13,8
Zobowiązania i rezerwy	245,6	241,5	244,0	245,5	247,4	246,4	244,7
Zobowiązania długoterminowe	40,1	76,1	68,4	63,4	58,4	53,4	48,4
Zobowiązania krótkoterminowe	205,6	165,4	175,6	182,1	188,9	193,0	196,3
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>119,1</i>	<i>117,5</i>	<i>109,5</i>	<i>103,3</i>	<i>96,8</i>	<i>87,8</i>	<i>78,2</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat Graal

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	336,3	400,0	440,0	475,2	513,2	550,2	585,9
<i>zmiana r/r</i>	<i>51,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,5%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	265,0	313,8	345,0	373,0	403,4	433,0	461,7
Zysk brutto na sprzedaży	71,3	86,2	95,0	102,2	109,8	117,2	124,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,2%</i>
Koszty sprzedaży	43,8	57,3	53,5	57,6	62,1	66,6	70,9
Koszty ogólnego zarządu	15,4	22,5	23,9	25,3	26,9	28,2	29,6
Zysk (strata) ze sprzedaży	12,0	6,3	17,7	19,2	20,9	22,4	23,7
EBIT	23,1	16,5	17,7	19,2	20,9	22,4	23,7
EBITDA	33,5	29,8	32,4	35,2	38,0	40,8	43,4
<i>marża operacyjna</i>	<i>6,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>
Saldo z działalności finansowej	-4,8	-7,1	-9,1	-8,5	-8,0	-7,4	-6,6
Zysk (strata) brutto	18,1	8,6	8,6	10,7	12,9	15,0	17,1
<i>marża brutto</i>	<i>5,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,9%</i>
Podatek dochodowy	3,2	-3,9	1,6	2,0	2,4	2,9	3,2
Zysk (strata) netto	14,9	12,4	6,9	8,7	10,4	12,2	13,8
<i>marża netto</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych Graal

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	47,0	48,3	20,2	22,1	23,7	26,3	28,9
Zysk netto	22,7	27,4	6,9	8,7	10,4	12,2	13,8
Amortyzacja	10,8	13,3	14,8	16,0	17,1	18,4	19,7
Zmiana kapitału obrotowego	18,4	20,1	-10,6	-11,0	-11,9	-11,6	-11,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-59,2	-37,0	-8,0	-7,4	-8,0	-8,6	-9,2
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	28,9	11,8	8,0	7,4	8,0	8,6	9,2
Przepływy z działalności finansowej	-14,0	-16,0	-17,1	-14,7	-14,5	-16,4	-16,2
Emisja akcji	85,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty	-92,9	-5,9	-8,0	-6,2	-6,5	-9,1	-9,5
Odsetki	-7,0	-9,7	-9,1	-8,5	-8,0	-7,4	-6,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-26,2	-4,7	-4,9	0,0	1,2	1,3	3,6
Środki pieniężne:							
na początek okresu	39,3	13,1	8,5	3,5	3,6	4,7	6,1
na koniec okresu	13,1	8,5	3,5	3,6	4,7	6,1	9,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wskaźników Graal

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	21,2%	21,6%	21,6%	21,5%	21,4%	21,3%	21,2%
marża EBIT	6,9%	4,1%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%
marża EBITDA	10,0%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
marża netto	4,4%	3,1%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%
ROA	3,4%	2,8%	1,5%	1,9%	2,2%	2,5%	2,8%
ROE	7,9%	6,2%	3,3%	4,0%	4,6%	5,1%	5,5%
dług/aktywa	27,5%	26,6%	24,3%	22,4%	20,4%	18,1%	15,7%
dług/kapitał własny	63,3%	58,7%	52,8%	47,8%	42,8%	36,8%	31,0%
dług/EBITDA	3,6	3,9	3,4	2,9	2,5	2,2	1,8
EBIT/odsetki	3,1	1,9	1,9	2,3	2,6	3,0	3,6
płynność bieżąca	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
płynność szybka	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
płynność gotówkowa	0,03	0,04	0,01	0,01	0,02	0,02	0,04
rotacja zapasów (dni)	73,3	69,1	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0
rotacja należności (dni)	122,3	125,6	124,6	124,6	124,6	124,6	124,6
rotacja zobowiązań (dni)	75,7	78,5	79,0	79,0	79,0	79,0	79,0
cykl rotacji gotówki (dni)	119,9	116,2	114,6	114,6	114,6	114,6	114,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki Graala dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	1,9	1,5	0,9	1,1	1,3	1,5	1,7
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	23,4	24,9	25,7	26,8	28,1	29,6	31,3
P/E	2,7	3,2	5,8	4,6	3,9	3,3	2,9
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBIT	6,4	9,0	8,5	7,8	7,1	6,7	6,3
EV/EBITDA	4,5	5,0	4,6	4,2	3,9	3,7	3,4
EV/S	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Bilans Seko

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	74,3	76,2	77,0	82,2	100,2	113,3	118,3
Aktywa trwałe	28,2	34,9	43,7	38,6	36,0	32,9	29,7
wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	24,5	31,1	39,9	34,8	32,2	29,1	25,9
Aktywa obrotowe	46,1	41,3	33,2	43,7	64,3	80,4	88,6
Zapasy	6,3	10,4	10,8	12,4	20,9	25,1	27,0
Należności krótkoterminowe	19,5	22,5	21,7	25,0	39,5	47,5	49,8
Inwestycje krótkoterminowe	20,1	8,3	0,6	6,2	3,7	7,7	11,6
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>20,1</i>	<i>8,3</i>	<i>0,6</i>	<i>6,2</i>	<i>3,7</i>	<i>7,7</i>	<i>11,6</i>
PASYWA	74,3	76,2	77,0	82,2	100,2	113,3	118,3
Kapitał własny	42,3	44,9	48,1	51,4	57,8	64,0	67,0
Kapitał zakładowy	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kapitał zapasowy	37,0	41,6	44,2	47,4	50,7	53,9	58,7
Zysk netto	4,6	2,7	3,2	3,3	6,5	9,4	7,7
Zobowiązania i rezerwy	32,0	31,3	28,9	30,9	42,4	49,3	51,3
Zobowiązania długoterminowe	5,1	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	24,0	22,3	22,5	24,5	36,0	42,9	45,0
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>10,0</i>	<i>4,7</i>	<i>1,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat Seko

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	93,0	111,7	119,5	137,5	206,2	247,4	259,8
<i>zmiana r/r</i>	<i>16,7%</i>	<i>20,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>5,0%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	72,7	88,5	94,9	109,8	165,9	200,3	211,6
Zysk brutto na sprzedaży	20,3	23,2	24,6	27,7	40,3	47,1	48,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>21,8%</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,6%</i>	<i>20,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>19,0%</i>	<i>18,6%</i>
Koszty sprzedaży	13,3	17,4	18,0	20,7	29,3	32,3	35,5
Koszty ogólnego zarządu	2,7	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,3
Zysk (strata) ze sprzedaży	4,3	3,3	3,9	4,1	8,0	11,7	9,5
EBIT	5,0	3,8	3,9	4,1	8,0	11,7	9,5
EBITDA	6,5	6,2	7,1	9,3	13,2	17,3	15,5
<i>marża operacyjna</i>	<i>5,3%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,6%</i>
Saldo z działalności finansowej	0,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	5,7	3,3	3,9	4,1	8,0	11,7	9,5
<i>marża brutto</i>	<i>6,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,6%</i>
Podatek dochodowy	1,1	0,6	0,7	0,8	1,5	2,2	1,8
Zysk (strata) netto	4,6	2,7	3,2	3,3	6,5	9,4	7,7
<i>marża netto</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,8%</i>	<i>2,9%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów środków pieniężnych Seko

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	4,1	2,6	8,0	6,6	0,1	9,9	11,4
Zysk netto	4,6	2,7	3,2	3,3	6,5	9,4	7,7
Amortyzacja	1,6	2,4	3,2	5,2	5,2	5,6	6,1
Zmiana kapitału obrotowego	2,7	5,4	-1,6	1,9	11,5	5,2	2,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12,2	-9,1	-12,0	-18,0	-2,6	-2,6	-2,8
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	8,8	7,7	12,0	18,0	2,6	2,6	2,8
Przepływy z działalności finansowej	28,0	-5,3	-3,7	17,0	0,0	-3,2	-4,7
Odsetki	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty	3,5	-5,3	-3,7	-1,0	0,0	0,0	0,0
Dotacja	0,0	0,0	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	4,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	19,8	-11,8	-7,7	5,6	-2,5	4,0	3,9
Środki pieniężne:							
na początek okresu	0,2	20,1	8,3	0,6	6,2	3,7	7,7
na koniec okresu	20,1	8,3	0,6	6,2	3,7	7,7	11,6

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wskaźników Seko

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	21,8%	20,8%	20,6%	20,1%	19,5%	19,0%	18,6%
marża EBIT	5,3%	3,4%	3,3%	3,0%	3,9%	4,7%	3,6%
marża EBITDA	7,0%	5,5%	5,9%	6,8%	6,4%	7,0%	6,0%
marża netto	4,9%	2,4%	2,6%	2,4%	3,1%	3,8%	2,9%
ROA	6,2%	3,5%	4,1%	4,0%	6,5%	8,3%	6,5%
ROE	10,9%	5,9%	6,6%	6,4%	11,2%	14,7%	11,4%
dług/aktywa	13,5%	6,2%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/kapitał własny	23,7%	10,5%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/EBITDA	1,5	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT/odsetki	18,9	8,6	130,7	0,0	0,0	0,0	0,0
płynność bieżąca	1,4	1,3	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7
płynność szybka	1,2	1,0	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2
płynność gotówkowa	0,63	0,26	0,02	0,20	0,09	0,16	0,23
rotacja zapasów (dni)	24,7	33,9	33,0	33,0	37,0	37,0	38,0
rotacja należności (dni)	73,6	73,6	76,6	76,6	76,6	76,6	76,6
rotacja zobowiązań (dni)	63,6	61,1	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0
cykl rotacji gotówki (dni)	34,7	46,4	48,6	48,6	52,6	52,6	53,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki Seko dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,7	0,4	0,5	0,5	1,0	1,4	1,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7
BVPS	6,4	6,8	7,2	7,7	8,7	9,6	10,1
P/E	6,8	11,8	9,9	9,5	4,8	3,3	4,1
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
P/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBIT	5,6	7,3	7,1	6,7	3,5	2,4	2,9
EV/EBITDA	4,2	4,5	3,9	3,0	2,1	1,6	1,8
EV/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLESKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

Obsługa klientów indywidualnych

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGŻ.net**