

## PKM Duda: Kupuj

Cena docelowa: 8,28 PLN

## Tarczyński: Kupuj

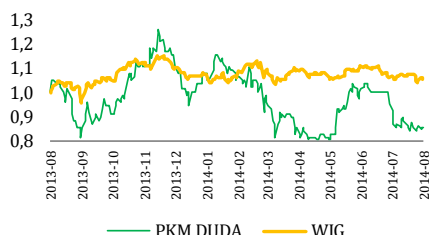
Cena docelowa: 12,43 PLN

## ZM Henryk Kania: Neutralnie

Cena docelowa: 2,62 PLN

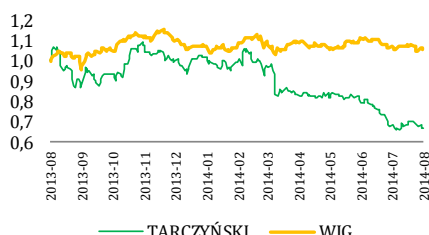
### PKM Duda

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Kurs (06/08/14) (PLN)    | 6,50  |
| Wycena DCF (PLN)         | 8,08  |
| Wycena porównawcza (PLN) | 8,49  |
| Kapitalizacja (PLN)      | 180,7 |
| Wartość Firmy (EV)       | 334,7 |
| Liczba akcji (mln)       | 27,8  |



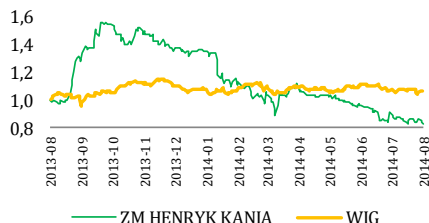
### Tarczyński

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Kurs (06/08/14) (PLN)    | 9,60  |
| Wycena DCF (PLN)         | 14,19 |
| Wycena porównawcza (PLN) | 10,67 |
| Kapitalizacja (PLN)      | 108,9 |
| Wartość Firmy (EV)       | 222,3 |
| Liczba akcji (mln)       | 11,3  |



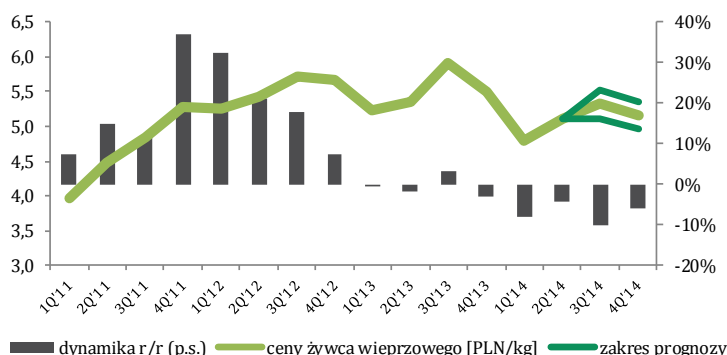
### ZM Henryk Kania

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Kurs (06/08/14) (PLN)    | 2,41  |
| Wycena DCF (PLN)         | 2,70  |
| Wycena porównawcza (PLN) | 2,53  |
| Kapitalizacja (PLN)      | 301,7 |
| Wartość Firmy (EV)       | 424,5 |
| Liczba akcji (mln)       | 125,2 |



### Rynek mięsa wieprzowego

Po silnych wzrostach cen mięsa wieprzowego w 2011 i 2012 r., w ostatnich kwartałach mieliśmy do czynienia z ich wyraźnym spadkiem na początku roku br. Do korzystnych czynników w postaci bardzo dobrych zbiorów w 2013 r. oraz równie dobrych prognoz na obecny sezon wpływających na obniżkę cen zbóż a w ślad za nimi cen pasz (poprawa opłacalności produkcji), doszły doniesienia o pojawieniu się wirusa afrykańskiego pomoru świń na terenie Polski. Z tego powodu ograniczony został eksport w kierunku wschodnim (Rosja, Białoruś, Kazachstan) oraz do krajów azjatyckich, co zwiększyło podaż żywa wieprzowego na krajowym rynku, obniżając ceny. Po sezonowym odbiciu w II i III kwartale br. zgodnie z prognozami Wydziału Analiz Makroekonomicznych i Sektorowych BGŻ możemy obserwować ponowny spadek cen mięsa wieprzowego pod koniec roku. Tym samym jest to korzystna sytuacja wpływająca na poprawę marż u przetwórców mięsa, analizowanych w tym raporcie. Ponadto żadna z omawianych spółek nie posiadała znacznej ekspozycji eksportowej na zamkniętych ostatnich rynkach, dlatego embargo na polską wieprzowinę nie wpływa bezpośrednio na ich działalność.



### PKM Duda

Grupa przeprowadziła w ostatnich latach skuteczną restrukturyzację w zakresie posiadanego zadłużenia (spadek długu netto o 2/3 względem końca 2008 r.), znacząco zmniejszone zostały także koszty w segmencie produkcyjnym. Obecnie Spółka pracuje nad dalszym wydłużeniem terminów płatności kredytów w celu poprawy kowenantów i rozpoczęcia koniecznych inwestycji. Ich realizacja pozwoli na dalszą poprawę wolumenów i marż w zakładzie w Grąbkowie (ubój), potencjalne inwestycje albo przejęcia będą także konieczne do dalszego rozwoju własnej hodowli w segmencie rolniczym oraz zwiększania udziału rynkowego w segmencie handlu. Pomimo, iż nie zakładamy znaczącego wzrostu wyników w najbliższych okresach dostrzegamy znaczące niedowartościowanie spółki, dlatego wydajemy rekomendację KUPUJ z potencjałem wzrostu 27,4%

### Tarczyński

Lider polskiego rynku kabanosów oraz jeden z większych producentów wędlin wysokogatunkowych nadal będzie rozwijał się dynamicznie utrzymując co najmniej swój udział w perspektywnym rynku wędlin Premium. Intensyfikacja sprzedaży w kanale nowoczesnym wspierana skutecznymi kampaniami reklamowymi przełoży się na dwucyfrowy wzrost przychodów w 2014 roku. Na tegoroczne marże pozytywny wpływ będą miały niższe ceny wieprzowiny r/r, a także wykorzystanie surowca zakupionego po niższych cenach w 1Q 2014 r. Kolejne lata również powinny być obiecujące z uwagi na terminowe rozpoczęcie produkcji w rozbudowanej części zakładu w Ujeźdźcu Małym (obecne zaawansowanie prac na poziomie 75%). Mimo, iż nasze prognozy odnośnie przyszłych przepływów spółki są dość konserwatywne, w naszej opinii przecena waleorów w 1H br. wydaje się znacznie przesadzona. Dlatego też, wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 12,43 PLN.

### ZM Henryk Kania

Dzięki podpisaniu umowy strategicznej na dostawę wędlin do Jeronimo Martins oraz zwiększania wydajności w posiadanych zakładach (Pszczyna, Mokrosko) spółka podwoiła od 2011 r. generowane przychody, a EBITDA zwiększyła się o 40%. W celu zabezpieczenia potrzebnych do dalszego wzrostu wolumenów produkcji podpisana została przedwstępna umowa przejęcia Staropolskich Specjałów (2 zakłady w Goczałkowicach-Zdroju). Przejęcie to ma zostać zrealizowane do końca września przyszłego roku, jednakże już obecnie lokowana jest tam produkcja, a pełne jej moce mają być osiągnięte do końca br. Chociaż po pełnym połączeniu i optymalizacji produkcji Grupa może mieć zdolności produkcyjne sięgające 1 mld PLN przychodów, uważamy, że potencjał ten jest już wyceniany przez rynek, dlatego wydajemy rekomendację NEUTRALNIE, z ceną 8,5% wyższą od bieżącej.

Michał Krajczewski, tel. (0-22) 329 43 40

e-mail: [michal.krajczewski@bgz.pl](mailto:michal.krajczewski@bgz.pl)

Adam Anioł, tel. (0-22) 329 43 43

e-mail: [adam.aniol1@bgz.pl](mailto:adam.aniol1@bgz.pl)

Część rynkowa opracowana w współpracy z Departamentem  
Analiz Makroekonomicznych i Sektorowych BGŻ:

Michał Koleśnikow, tel. (0-22) 860 50 58

Grzegorz Rykaczewski, tel. (0-22) 860 57 14

## Spis treści

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| Perspektywy spółki - Duda .....                | 3  |
| Perspektywy spółki - Tarczyński .....          | 6  |
| Perspektywy spółki – ZM Henryk Kania .....     | 8  |
| Wyceny .....                                   | 10 |
| Wycena - Duda .....                            | 11 |
| Wycena - Tarczyński .....                      | 12 |
| Wycena – ZM Henryk Kania .....                 | 13 |
| Wycena porównawcza .....                       | 14 |
| Komentarz do wyników .....                     | 15 |
| Wyniki finansowe – Duda .....                  | 15 |
| Wyniki finansowe 1Q '14 r. ....                | 17 |
| Wyniki finansowe – Tarczyński.....             | 18 |
| Wyniki finansowe 1Q '14 r. ....                | 20 |
| Wyniki finansowe – ZM Henryk Kania.....        | 21 |
| Wyniki finansowe 1Q '14 r. ....                | 22 |
| Charakterystyka spółek .....                   | 24 |
| Działalność operacyjna – Duda.....             | 24 |
| Działalność operacyjna – Tarczyński .....      | 28 |
| Działalność operacyjna – ZM Henryk Kania ..... | 33 |
| Rynek zbóż i pasz.....                         | 36 |
| Światowy rynek mięsa .....                     | 39 |
| Europejski i krajowy rynek mięsa .....         | 42 |
| Czynniki ryzyka (branża) .....                 | 52 |
| Tabele i prognozy - Duda .....                 | 53 |
| Tabele i prognozy - Tarczyński.....            | 57 |
| Tabele i prognozy – ZM Henryk Kania .....      | 61 |

---

## Perspektywy spółki - Duda

---

### Ograniczanie zadłużenia i powrót do inwestycji

Po kryzysie i stratach na opcjach poniesionych w latach 2008-2009 Polski Koncern Mięsy Duda realizował ambitny program restrukturyzacyjny umożliwiający stopniową spłatę narosłego zadłużenia. Równocześnie koncentracja spółki oraz większość z generowanego przez nią cash flow przeznaczane było właśnie na obsługę długu, co przyczyniło się do ograniczenia inwestycji. W ostatnich latach (nie licząc niskich rezultatów w 2012 r.) koszty odsetkowe stanowiły prawie połowę wypracowanego przez Dudę wyniku operacyjnego, tymczasem nakłady inwestycyjne (nie licząc sprzedaży majątku) kształtowały się na poziomie ok. 75% amortyzacji. Obecnie zarząd negocjuje z bankami kolejną rundę restrukturyzacji finansowania i wydłużenia jego płatności – bez tych działań spółka musiałaby spłacać ok 11 mln PLN kredytu konsorcyjnego kwartalnie w 2015 r., co stwarzałoby znaczną presję na przepływy pieniężne.

Poprawa warunków kredytowania oznaczać będzie znaczną ulgę dla PKM Duda i możliwy powrót do realizowania inwestycji. W planach zarządu jest m.in. rozbudowa chłodni za ok. 12 mln PLN, która może być ukończona do 1H 2015, co pozwoliłoby na zwiększenie mocy produkcyjnych zakładu w Grąbkowie, gdzie maksymalny potencjał uboju wynosi 1,2 mln sztuk trzody rocznie, podczas gdy w tym roku wykorzystywane jest na poziomie ok 900 tys. sztuk. Inwestycje w segmencie przetwórstwa konieczne są do dalszej poprawy marży, ze względu na zagospodarowanie większości potencjału do cięcia kosztów w 2013 r.

Kolejnym obszarem, który może skorzystać na inwestycjach lub akwizycji jest hodowla trzody – po modernizacji ferm w 2012 r. PKM Duda wykorzystuje obecnie większość mocy produkcyjnych i do dalszego ich zwiększania potrzebne są przejęcia lub budowa nowych zakładów.

Inwestycje w rynek konieczne są także w segmencie handlowym – ze względu na znaczną konkurencję ze strony kanału nowoczesnego, poprawa, a nawet utrzymanie wyników jest możliwe tylko przy dalszej ekspansji i walce o rynek, do czego konieczne jest otwieranie albo przejmowanie sklepów i hurtowni.

### Korzystne ceny mięsa szansą na poprawę marży

Pierwszy kwartał br. stał pod znakiem znaczącego wzrostu marż przetwórców mięsa. Także w przypadku PKM Duda segment produkcyjny zanotował najlepszą od 3Q'2011 r. marżę na poziomie operacyjnym. Po sezonowym odbiciu w II kwartale oczekujemy obecnie (III kwartał) stabilizacji cen żywca wieprzowego, a następnie ich spadku w kwartale IV br. Za naszym scenariuszem przemawiają widoczna w ostatnich tygodnia korekta notowań trzody na rynkach Europy Zachodniej oraz coraz wyższe prognozy dotyczące produkcji zbóż paszowych i śrut oleistych (m.in. soja) będących składnikami pasz. Pomimo niskiego pogłowia trzody zarówno w Polsce, jak i Unii Europejskiej oczekiwany spadek cen pasz może przełożyć się na dalszą korektę cen w br. Wyższa podaż, a przez to niższe ceny żywca na rynkach krajowym, jak i europejskim są również pochodną pojawienia się wirusa afrykańskiego pomoru świń (ASF) i nałożenia embarga na eksport wieprzowiny przez część krajów (np. Rosja, Białoruś, Kazachstan). Z uwagi na obecnie napiętą sytuację polityczną, nie oczekujemy zniesienia zakazu eksportu do tych państw w najbliższym czasie.

### Wyzwania w kanale tradycyjnym

Jednym z dwóch głównych biznesów Grupy, odpowiadający za ok. 40% wyniku operacyjnego jest dystrybucja wędlin. Spółka koncentruje się na handlu w segmencie tradycyjnym posiadając obecnie 9 hurtowni oraz sieć ok. 400 sklepów franczyzowych Makton. Rynek tradycyjny odczuwa jednak znaczną presję ze strony szybko rozwijającego się kanału nowoczesnego (supermarkety, dyskonty), co widoczne jest w stagnacji wyników tego segmentu. W celu ich poprawy PKM Duda musi postawić na inwestycje z czym wiąże się konieczne nakłady na rozwój geograficzny i nowe sklepy oraz hurtownie albo akwizycje mniejszych podmiotów, z czym związane jest ryzyko cenowe i integracji przejętego podmiotu.

## Prognozy wyników

W drugim kwartale 2014 r. oczekujemy poprawy przychodów kwartał do kwartału, jednakże przy utrzymaniu tendencji niewielkiego ich spadku w stosunku rok do roku. Po dobrych ostatnich kwartałach prognozujemy również spadek wypracowywanych marż do poziomu z 2Q'13, w rezultacie czego wynik EBITDA pozostanie praktycznie bez zmian, EBIT zwiększy się o 2,5% r/r, podczas gdy zysk netto może być o 7,5% wyższy – pomimo większego podatku, o 0,6 mln PLN niższe będą koszty finansowe netto.

Nasze prognozy na cały 2014 r. zakładają lekki spadek przychodów do 1 864 mln PLN, co przy nieco niższej marży spowoduje również prawie 11% obniżkę wyniku operacyjnego. Niższa dynamika spadku na poziomie netto jest skutkiem sukcesywnego obniżania kosztów finansowych (ujemne saldo finansowe mniejsze o 2,5 mln PLN).

**Tab. Prognozy wyników PKM Duda**

|                  | IQ'13   | IIQ'13 | IIIQ'13 | IVQ'13  | 2013    | IQ'14 | IIQ'14 P | IIIQ'14 P | IVQ'14 P | 2014 P |
|------------------|---------|--------|---------|---------|---------|-------|----------|-----------|----------|--------|
| przychody        | 461,2   | 451,7  | 500,7   | 490,0   | 1903,6  | 432,1 | 449,8    | 479,3     | 499,8    | 1861,1 |
| zmiana r/r       | -9,4%   | -9,6%  | -10,3%  | -8,8%   | -9,5%   | -6,3% | -0,4%    | -4,3%     | 2,0%     | -2,2%  |
| EBITDA           | 16,1    | 13,4   | 15,9    | 18,1    | 63,5    | 15,5  | 13,5     | 14,8      | 14,7     | 58,5   |
| zmiana r/r       | 11,6%   | -0,9%  | 111,1%  | 139,4%  | 73,0%   | -3,7% | 0,5%     | -6,8%     | -18,4%   | -7,8%  |
| EBIT             | 10,0    | 7,3    | 10,3    | 10,8    | 38,4    | 9,4   | 7,5      | 8,8       | 8,6      | 34,4   |
| zmiana r/r       | 31,2%   | 3,1%   | 74,4%   | -32,1%  | 247,8%  | -6,0% | 2,5%     | -14,0%    | -20,5%   | -10,6% |
| zysk netto       | 5,9     | 3,8    | 5,7     | 7,4     | 22,9    | 6,6   | 4,1      | 5,5       | 5,3      | 21,4   |
| zmiana r/r       | -424,7% | 39,3%  | -257,1% | -143,2% | -215,2% | 10,6% | 7,5%     | -4,1%     | -29,1%   | -6,5%  |
| marża EBITDA     | 3,5%    | 3,0%   | 3,2%    | 3,7%    | 3,3%    | 3,6%  | 3,0%     | 3,1%      | 2,9%     | 3,1%   |
| marża operacyjna | 2,18%   | 1,62%  | 2,05%   | 2,21%   | 2,02%   | 2,19% | 1,66%    | 1,84%     | 1,72%    | 1,85%  |
| marża netto      | 1,29%   | 0,85%  | 1,14%   | 1,52%   | 1,20%   | 1,52% | 0,92%    | 1,14%     | 1,05%    | 1,15%  |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

Analizując poszczególne segmenty oczekujemy wzrostu wolumenów przetwórczych w produkcji (ubój ok. 900 tys. sztuk w 2014 r. vs 843 tys. w 2013 r.), wzrost ten ograniczony będzie jednak przez spadające ceny żywca wieprzowego (-4,1% r/r w 2Q'14 oraz ok. -7% w całym 2014 r.). Z powodu lekkiego odbicia cen niższa niż w pierwszym kwartale będzie marża operacyjna, pozwoli to jednak na poprawę wyniku w 2Q'14 na tym poziomie o 51,2% r/r. Łącznie uważamy, że w roku 2014 r. efekt spadku cen złagodzony będzie wzrostem wolumenu, dlatego przychody z produkcji będą na podobnym poziomie r/r, jednakże dzięki dalszemu spadkowi cen (szczególnie IV kwartał), wynik operacyjny będzie wyższy o 29,3% r/r.

W segmencie handlu oczekujemy kontynuacji spadku przychodów ze względu na kurczenie się rynku tradycyjnego. Chociaż w 2Q'14 dynamika będzie mniej ujemna niż w poprzednim kwartale dzięki efektowi przesunięcia świąt, to z tego samego powodu niższa będzie również marża. Również w całym 2014 r. będziemy obserwować podobne tendencje, a nasze prognozy wskazują na spadek przychodów o 2,9% r/r i obniżkę wyniku operacyjnego o 15,8% r/r.

Ze względu na ograniczony potencjał do zwiększania wolumenów, cena trzody odgrywać będzie główną rolę w przypadku prognoz przychodów segmentu rolnego zwierzęcego. Tutaj, zarówno w 2Q'14 jak i w całym roku oczekujemy podobnej dynamiki sprzedaży, jak zmiany cen żywca r/r. Pod względem marż, II kwartał będzie nieco lepszy q/q w rezultacie poprawy relacji cen żywca (wzrost) do cen paszy (stabilne ceny). Cały rok stać będzie jednak pod znakiem znacznie niższej rentowności we względu na niższe ceny żywca r/r.

W segmencie rolnym oczekiwane przez zarząd lepsze nawet o połowę zbiory równoważone będą przez niższe o ok. 40% r/r ceny. Drugi kwartał jest jednak sezonowo nieistotny dla tej działalności i prognozujemy w tym segmencie wynik zbliżony do zera. W całym roku właśnie ze względu na spadek cen oczekujemy jednak niższych o prawie 8% przychodów i o 13,2% zysku operacyjnego. Podobnie mniej ważnym jest segment pozostałe, którego marża oscylować będzie w okolicach 0,6%, co przyniesie 0,6 mln PLN zysku operacyjnego (1,8% zysku całej grupy).

Tab. Prognozy wyników PKM Duda w podziale na segmenty

|                  | IQ'13  | IIQ'13  | IIIQ'13 | IVQ'13 | 2013   | IQ'14  | IIQ'14 P | IIIQ'14 P | IVQ'14 P | 2014 P |
|------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|----------|-----------|----------|--------|
| przychody        | 166,1  | 156,4   | 181,0   | 184,6  | 688,0  | 160,9  | 163,5    | 175,5     | 184,6    | 684,4  |
| zmiana r/r       | -37,2% | -34,7%  | -35,0%  | -26,3% | -33,4% | -3,1%  | 4,5%     | -3,0%     | 0,0%     | -0,5%  |
| EBIT             | 2,3    | 1,7     | 1,7     | 4,1    | 9,8    | 3,6    | 2,6      | 2,6       | 3,8      | 12,7   |
| marża operacyjna | 1,36%  | 1,11%   | 0,92%   | 2,25%  | 1,4%   | 2,26%  | 1,60%    | 1,50%     | 2,05%    | 1,8%   |
| przychody        | 290,8  | 290,7   | 301,4   | 312,4  | 1195,4 | 272,9  | 284,9    | 296,9     | 306,1    | 1160,8 |
| zmiana r/r       | 0,4%   | -2,6%   | 0,2%    | -2,2%  | -1,1%  | -6,2%  | -2,0%    | -1,5%     | -2,0%    | -2,9%  |
| EBIT             | 5,4    | 3,3     | 4,5     | 2,8    | 16,0   | 4,0    | 3,0      | 3,6       | 2,9      | 13,4   |
| marża operacyjna | 1,85%  | 1,13%   | 1,48%   | 0,90%  | 1,3%   | 1,46%  | 1,05%    | 1,20%     | 0,95%    | 1,2%   |
| przychody        | 31,8   | 26,7    | 37,8    | 23,1   | 119,5  | 29,3   | 25,7     | 34,8      | 22,2     | 112,1  |
| zmiana r/r       | 77,7%  | 17,6%   | 62,8%   | -0,5%  | 37,2%  | -7,8%  | -3,5%    | -8,0%     | -4,0%    | -6,2%  |
| EBIT             | 2,1    | 1,6     | 3,7     | 3,1    | 10,4   | 1,3    | 1,5      | 1,9       | 1,2      | 6,0    |
| marża operacyjna | 6,55%  | 5,81%   | 9,83%   | 13,26% | 8,7%   | 4,55%  | 5,70%    | 5,60%     | 5,50%    | 5,3%   |
| przychody        | 2,1    | 0,7     | 6,0     | 10,5   | 19,3   | 1,6    | 0,7      | 5,7       | 9,7      | 17,7   |
| zmiana r/r       | -31,8% | 1375,6% | -14,7%  | 136,2% | 32,0%  | -21,6% | 4,0%     | -4,0%     | -8,0%    | -7,8%  |
| EBIT             | 0,8    | 0,3     | 0,7     | 0,1    | 1,9    | 0,5    | 0,2      | 0,5       | 0,5      | 1,6    |
| marża operacyjna | 38,08% | 42,02%  | 11,66%  | 1,18%  | 9,9%   | 31,15% | 28,00%   | 8,00%     | 5,00%    | 9,3%   |
| przychody        | 21,8   | 31,3    | 30,1    | 26,7   | 109,9  | 19,1   | 26,6     | 28,3      | 26,9     | 100,9  |
| zmiana r/r       | 21,5%  | 27,4%   | 21,3%   | 4,0%   | 18,2%  | -12,7% | -15,0%   | -6,0%     | 1,0%     | -8,2%  |
| EBIT             | -0,5   | 0,4     | -0,3    | 0,7    | 0,4    | 0,0    | 0,2      | 0,2       | 0,2      | 0,6    |
| marża operacyjna | -2,09% | 1,37%   | -0,92%  | 2,53%  | 0,3%   | -0,05% | 0,80%    | 0,80%     | 0,80%    | 0,6%   |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

---

## Perspektywy spółki - Tarczyński

---

### Rozbudowa zdolności produkcyjnych

Kluczowa inwestycja Grupy, czyli rozbudowa zakładu w Ujeźdźcu Małym, nie jest zagrożona. Mimo rozwiązania początkiem lipca współpracy z głównym wykonawcą, przestój nie trwał długo, a prowadzone obecnie roboty przebiegają o wiele sprawniej dzięki zaangażowaniu menagera projektu i dotychczasowych podwykonawców. Duży stopień zaawansowania projektu (70-80%) oraz mniejszy stopień trudności robót (głównie prace wykończeniowe) zdecydowanie zmniejsza prawdopodobieństwo niedotrzymania terminu (25 października 2014 r.). Tym samym otrzymanie dotacji z ARiMR (14,5 mln PLN) nastąpi najprawdopodobniej w 2Q 2015 roku. Nowa część zakładu powinna zostać uruchomiona z początkiem 2015 roku i docelowo zwiększy stopniowo dostępne moce ponad dwukrotnie (do 100 ton dziennej produkcji wyrobów gotowych). Pełne obłożenie mocy zajmie ok. 5-6 lat, co implikuje blisko dwucyfrowe roczne tempo przyrostu przychodów w tym okresie.

### Bardzo dobra pozycja w segmencie Premium

Rynek wędlin Premium radzi sobie nad wyraz dobrze – co prawda dodatnia dynamika spożycia wędlin wysokogatunkowych w okresie ostatniego kryzysu wyhamowała, jednakże wzrost realnych wynagrodzeń w ostatnich kwartałach powinien przełożyć się na większe wydatki konsumentów na tego typu wyroby. Wg GfK Polonia sam rynek kabanosów w ostatnich kilku latach rósł w tempie dwucyfrowym (odpowiednio 13,7% r/r w 2012 r. oraz 11% w 2013 r. do 460 mln PLN). Ponadto Grupa Tarczyński zwiększa udział w rynku – w 2013 roku spółka ponownie została liderem wśród producentów kabanosów, z udziałem 15%, kiedy rok wcześniej było to odpowiednio 12,4%. W dłuższej perspektywie przyszłość tego segmentu rysuje się w bardzo jasnych barwach, gdyż wraz ze wzrostem zamożności polskich konsumentów, zmieniają się ich preferencje. Już obecnie zachodzi tendencja, w której jakość wyrobu wygrywa z ceną podczas podejmowania decyzji o zakupie wędliny wysokogatunkowych. W przyszłości trend ten będzie się jeszcze bardziej nasilał, na czym korzystać będą uznane marki, w tym między innymi marka Tarczyński. Należy dodać, iż konkurencja w segmencie wyrobów Premium opiera się głównie na wysokiej specjalizacji produkcji i świadomości marki, które stanowią wysoką barierę wejścia dla nowych producentów. Wydaje się zatem, że z tej strony pozycja Grupy również nie jest istotnie zagrożona.

### Korzystne ceny surowców

Spółka zajmuje się wyłącznie przetwórstwem mięsa, zatem na tegoroczne marże Grupy korzystnie wpływają także ceny wieprzowiny, której udział jako surowiec w kosztach ogółem jest zbliżony do 45%, a jej ceny r/r są o ok. 7% niższe. Dodatkowo wpływ in plus na marże w 2Q oraz 2H '14 r. będzie miała polityka zakupowa spółki, w ramach której wykorzystano nagłe załamanie cen wieprzowiny na początku roku, poprzez zakup większej ilości surowca po korzystnych cenach.

### Zwiększenie sprzedaży w kanale nowoczesnym

Choć obecnie kanał tradycyjny nadal dominuje w strukturze sprzedaży spółki (63% w 2013 roku), od kilku lat następuje intensyfikacja sprzedaży do kanału nowoczesnego, który obecnie jest jednym z motorów napędowych Grupy. Jeszcze w trzy lata wcześniej udział tej formy dystrybucji wynosił 18%, kiedy w 2013 roku poziom ten wzrósł do 44%, przy czym nominalnie wzrost wyniósł 150% (z 57 do 143 mln PLN). Kamieniem milowym w zwiększeniu udziału kanału nowoczesnego było rozpoczęcie współpracy z siecią dyskontów Lidl w 2013 r. Jeszcze w tym samym roku Lidl stał się głównym odbiorcą Grupy posiadając 14% udział w obrotach. W tym roku wartość ta ma osiągnąć poziom 25-30% i jest to poziom wskazywany jako bliski optymalnemu. Spółka zamierza także nasilić sprzedaż eksportową, co wydaje się być zadaniem trudnym. Mimo, iż nominalnie w okresie 2010-2013 roku eksport wzrósł z 9 do 22 mln PLN, procentowy udział w tym okresie pozostaje na podobnym poziomie 4-5% sprzedaży

ogółem. Szansą dla spółki na rynkach zachodnich jest również współpraca z siecią Lidl, w której w ramach tygodni tematycznych Tarczyński lokuje swoje produkty w zagranicznych placówkach. Obecnie realizowane w ten sposób wolumeny nie są wysokie – należy jednak je traktować jako furtkę do większej sprzedaży.

#### Prognozy wyników

W naszej opinii, 2Q pod względem przychodowym będzie znacznie lepszy r/r z uwagi na dynamiczny rozwój kanału nowoczesnego oraz q/q dzięki okresowi Świąt Wielkanocnych, który w tym roku również przypadał w drugim kwartale. Wg naszych szacunków przychody wyniosą 128,4 mln PLN (17% r/r oraz 18% q/q). Choć średnie ceny mięsa w 2Q były wyższe q/q, oczekujemy wygenerowania zadowalającej marży operacyjnej na poziomie 3,6% (-1,2 p.p. q/q) z uwagi na wykorzystanie zakupionego surowca po abstrakcyjnych cenach w 1Q 2013. Wpływ na obniżkę marży miały także wydatki marketingowe (ok. 2 mln PLN), które dotychczas zwracały się Grupie z mocną nawiązką. Spodziewamy się również dość wysokiej marży EBITDA (amortyzacja +1,7 mln PLN r/r), która będzie porównywalna z poziomem zanotowanym w całym 2013 roku.

**Tab. Prognozy wyników Grupy Tarczyński**

|                  | IQ'13 | IIQ'13 | IIIQ'13 | IVQ'13 | 2013   | IQ'14  | IIQ'14 P | IIIQ'14 P | IVQ'14 P | 2014P |
|------------------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|----------|-----------|----------|-------|
| przychody        | 99,5  | 109,7  | 120,8   | 118,3  | 448,3  | 108,9  | 128,4    | 134,1     | 137,2    | 508,6 |
| zmiana r/r       | 2,9%  | 19,9%  | 25,1%   | 16,0%  | 15,9%  | 9,4%   | 17,0%    | 11,0%     | 16,0%    | 13,5% |
| EBITDA           | 8,9   | 7,3    | 7,1     | 9,7    | 32,9   | 9,9    | 9,7      | 10,5      | 8,4      | 38,5  |
| zmiana r/r       | 12,5% | -6,5%  | 0,1%    | -8,0%  | -1,1%  | 11,8%  | 32,5%    | 48,1%     | -12,8%   | 17,0% |
| EBIT             | 5,7   | 3,9    | 3,5     | 4,3    | 17,3   | 4,8    | 4,6      | 5,4       | 3,3      | 18,1  |
| zmiana r/r       | 15,1% | -19,8% | -15,0%  | -42,0% | -18,5% | -15,8% | 17,3%    | 56,4%     | -22,6%   | 4,4%  |
| zysk netto       | 3,2   | 2,1    | 1,8     | 2,1    | 9,3    | 2,6    | 2,1      | 2,8       | 1,1      | 8,6   |
| zmiana r/r       | 31,6% | -8,7%  | 0,2%    | -49,3% | -13,8% | -18,0% | -0,6%    | 51,2%     | -48,5%   | -7,3% |
| marża EBITDA     | 8,9%  | 6,7%   | 5,9%    | 8,2%   | 7,3%   | 9,1%   | 7,5%     | 7,8%      | 6,1%     | 7,6%  |
| marża operacyjna | 5,7%  | 3,5%   | 2,9%    | 3,6%   | 3,9%   | 4,4%   | 3,6%     | 4,0%      | 2,4%     | 3,6%  |
| marża netto      | 3,2%  | 1,9%   | 1,5%    | 1,8%   | 2,1%   | 2,4%   | 1,6%     | 2,1%      | 0,8%     | 1,7%  |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

Konsekwentnie rozwijana sprzedaż w kanale nowoczesnym wspierana uruchomieniem dwóch nowych linii produkcyjnych w 4Q oraz kolejnymi kampaniami marketingowymi powinna przenieść 508,6 mln PLN (13,5% r/r) przychodów w całym 2014 roku. Jednakże wyraźny wzrost zatrudnienia, kosztów amortyzacji oraz wysokie koszty marketingowe przełożą się na niską dynamikę wyniku operacyjnego (+4,4% r/r, 18,1 mln PLN). Natomiast z uwagi na kulminacyjny etap procesu inwestycyjnego, który wymagał zwiększenia zadłużenia, prognozujemy nieco niższy zysk netto (8,6 mln PLN, -7,3% r/r).



---

## Perspektywy spółki – ZM Henryk Kania

---

### **Dynamiczny rozwój produkcji dzięki Staropolskim Specjałom**

W kwietniu ubiegłego roku ZM Henryk Kania zawarł umowę dotyczącą lokowania zamówień spółki w zakładach przetwórstwa mięsnego należących do grupy Staropolskie Specjały. We wrześniu natomiast została zawarta wstępna umowa dotycząca przejęcia tych zakładów. Ze względów formalnych okres jej obowiązywania został przedłużony o rok (do końca czerwca 2015 r.), ZM Henryk Kania posiada już kontrolę operacyjną nad przedsiębiorstwem. Przejęcie to pozwoli w znaczącym stopniu zwiększyć moce produkcyjne spółki: do obecnie posiadanych 120t/dziennie w zakładzie wędliniarskim w Pszczynie i 80t/dziennie mięsa konfekcjonowanego w Mokrsku dojdą nowe, otwarte w maju br. zakłady Staropolskich Specjałów (120t/dziennego rozbioru) oraz rozbudowane w 2013 i 2014 r. zakłady Ekofood (produkcja 35t/dziennie mięsa konfekcjonowanego i 50t/dziennie wędlin). Tym samym zabezpiecza to posiadane wolumeny potrzebne do dynamicznego rozwoju w latach 2014-2015. Zgodnie z oceną zarządu osiągnięcie pełnych mocy nowych zakładów ma być zrealizowane do końca bieżącego roku, natomiast ich docelowy potencjał po optymalizacji produkcji i dalszych inwestycjach może sięgać 1 mld PLN przychodów rocznie.

### **Optymalizacja produkcji i korzystne ceny mięsa**

Pierwszy kwartał br. stał pod znakiem znaczącego wzrostu marż przetwórców mięsa. Dzięki temu ZM Henryk Kania zanotował najlepszą od 4Q'2011 r. marżę na poziomie operacyjnym. Po sezonowym odbiciu w II kwartale oczekujemy obecnie (III kwartał) stabilizacji cen żywca wieprzowego, a następnie ich spadku w kwartale IV br. Za naszym scenariuszem przemawiają widoczna w ostatnich tygodnia korekta notowań trzody na rynkach Europy Zachodniej oraz coraz wyższe prognozy dotyczące produkcji zbóż paszowych i śrut oleistych (m.in. soja) będących składnikami pasz. Pomimo niskiego popytu trzody zarówno w Polsce, jak i Unii Europejskiej oczekiwany spadek cen pasz może przełożyć się na dalszą korektę cen w br. Wyższa podaż, a przez to niższe ceny żywca na rynkach krajowym, jak i europejskim są również pochodną pojawienia się wirusa afrykańskiego pomoru świń (ASF) i nałożenia embarga na eksport wieprzowiny przez część krajów (np. Rosja, Białoruś, Kazachstan). Z uwagi na obecnie napiętą sytuację polityczną, nie oczekujemy zniesienia zakazu eksportu do tych państw w najbliższym czasie.

Dla zakładów spółki kolejną szansą na poprawę marż będzie optymalizacja produkcji w nowouruchomionych zakładach w Goczałkowicach-Zdrój, a odpowiednia alokacja wytwarzania pomiędzy zakładami i znacząco wyższe wolumeny będą dodatkowymi czynnikami sprzyjającymi jeszcze lepszej wydajności.

### **Dalszy rozwój sprzedaży w dyskontach**

ZM Henryk Kania posiada umowę o partnerstwie strategicznym z Jeronimo Martins na dostawę swoich produktów do Biedronki. Jest to bardzo ważny czynnik rozwoju dla spółki po pierwsze ze względu na to, iż sieć ta jest zdecydowanym liderem na polskim rynku dyskontów, po drugie kanał nowoczesny cechuje się znacznie szybszym rozwojem na tle dystrybucji tradycyjnej. Ponadto udział supermarketów i dyskontów w rynku żywności w Polsce pozostaje ciągle w tyle za krajami Europy Zachodniej, co stanowi o dużym potencjale do jego dalszego rozwoju. Współpraca z dużymi sieciami handlowymi umożliwia spółce sprzedaż wysokich wolumenów i otrzymywanie regularnych płatności. Z drugiej strony odbiorcy sieciowi stawiają coraz wyższe wymagania odnośnie jakości i powtarzalności dostaw, a utrata nawet jednego, dużego klienta może być ciężka do uzupełnienia w krótkim okresie.



## Prognozy wyników

Drugi kwartał będzie wg naszych prognoz stał pod znakiem wysokiej dynamiki wzrostu przychodów ze względu na uruchomienie nowego zakładu Staropolskich Specjałów. Równocześnie przesunięcie świąt względem ubiegłego roku będzie także wpływać pozytywnie na sprzedaż z dotychczasowej bazy produkcyjnej. Oczekujemy jednakże spadku osiąganych marż ze względu na wyższe q/q ceny mięsa, koszty rozpoczęcia nowej produkcji, a także dodatkowe koszty marketingowe i sprzedaży z nią związanych. Przy podobnej r/r amortyzacji EBITDA zwiększy się o 37,3%, a EBIT będzie wyższy o 47,8%. Równocześnie w II kwartale o prawie 0,5 mln PLN niższe będzie saldo kosztów działalności finansowej, a spółka powinna w dalszym ciągu rozliczać tarczę podatkową z IZNS Łława, co wpłynie na znacząco wyższą dynamikę zysku netto (+112,8% r/r).

**Tab. Prognozy wyników ZM Henryk Kania**

|                  | IQ'13  | IIQ'13  | IIIQ'13 | IVQ'13 | 2013   | IQ'14 | IIQ'14 P | IIIQ'14 P | IVQ'14 P | 2014 P |
|------------------|--------|---------|---------|--------|--------|-------|----------|-----------|----------|--------|
| przychody        | 112,3  | 134,5   | 163,7   | 195,2  | 605,7  | 163,9 | 216,2    | 236,2     | 257,9    | 874,1  |
| zmiana r/r       | 48,1%  | 46,4%   | 56,2%   | 64,2%  | 54,8%  | 45,9% | 60,7%    | 44,3%     | 32,2%    | 44,3%  |
| EBITDA           | 7,1    | 6,9     | 4,8     | 11,6   | 30,3   | 11,5  | 9,4      | 9,7       | 13,2     | 43,8   |
| zmiana r/r       | 29,5%  | 37,2%   | -24,8%  | 244,3% | 50,2%  | 62,3% | 37,3%    | 103,6%    | 14,0%    | 44,7%  |
| EBIT             | 5,5    | 5,3     | 3,0     | 9,8    | 23,6   | 9,8   | 7,8      | 7,9       | 11,6     | 37,1   |
| zmiana r/r       | 33,8%  | 51,1%   | -37,4%  | 411,8% | 64,5%  | 79,8% | 47,8%    | 159,9%    | 18,0%    | 57,2%  |
| zysk netto       | 4,3    | 2,9     | 2,7     | 5,4    | 15,3   | 6,0   | 6,3      | 6,3       | 9,4      | 28,0   |
| zmiana r/r       | 173,0% | 4351,5% | 57,1%   | 71,3%  | 135,5% | 41,3% | 112,8%   | 133,0%    | 75,4%    | 83,3%  |
| marża EBITDA     | 6,3%   | 5,1%    | 2,9%    | 5,9%   | 5,0%   | 7,0%  | 4,4%     | 4,1%      | 5,1%     | 5,0%   |
| marża operacyjna | 4,9%   | 3,9%    | 1,9%    | 5,0%   | 3,9%   | 6,0%  | 3,6%     | 3,3%      | 4,5%     | 4,2%   |
| marża netto      | 3,8%   | 2,2%    | 1,7%    | 2,8%   | 2,5%   | 3,7%  | 2,9%     | 2,7%      | 3,7%     | 3,2%   |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

W całym 2014 r. oczekujemy nieco niższego niż rok temu wzrostu sprzedaży – pomimo uruchomienia i przejęcia produkcji w zakładach Staropolskich Specjałów, konserwatywnie zakładamy nieco dłuższy proces zwiększania sprzedaży. Na nieco lepszym poziomie kształtować będzie się marża operacyjna (niższe ceny mięsa, optymalizacja produkcji pomimo wyższych kosztów sprzedaży i marketingu), w rezultacie czego EBIT wzrośnie o 57,2% r/r. Prognozujemy, iż obniżeniu o ok 2,8 mln PLN ulegnie saldo z działalności finansowej, a efektywna stopa podatkowa wyniesie 16,4%, dzięki czemu zysk netto zwiększy się o 83,8% r/r do poziomu 28,0 mln PLN.

## Wyceny

Wyceny spółek sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,5%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa dla PKM Duda w roku 2014 wynosi niecałe 8% ze względu na rozliczanie straty z 2009 r., w latach 2015-2017 jest to ok. 15,5% ze względu na rozliczenie straty z 2012 r., dla Tarczyńskiego przyjmujemy we wszystkich latach przyjmujemy poziom 19%, dla ZM Henryk Kania dla roku 2014 przyjmujemy poziom 16,5% ze względu na rozliczanie straty z IZNS Ława, w pozostałych latach efektywna stopa podatkowa jest na poziomie 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne spółek; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 06.08.2014 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację).

**Tab. Podsumowanie wycen**

| metoda wyceny                | PKM Duda    | Tarczyński   | ZM Henryk Kania |
|------------------------------|-------------|--------------|-----------------|
| metoda DCF                   | 8,08        | 14,19        | 2,70            |
| porównanie do akt. ceny      | 24%         | 48%          | 12%             |
| metoda porównawcza (średnia) | 8,49        | 10,67        | 2,53            |
| porównanie do akt. ceny      | 31%         | 11%          | 5%              |
| <b>wycena akcji</b>          | <b>8,28</b> | <b>12,43</b> | <b>2,62</b>     |
| obecna cena akcji            | 6,50        | 9,60         | 2,41            |
| potencjał wzrostu            | 27,4%       | 29,5%        | 8,5%            |

Źródło: BM BGZ S.A.

## Wycena - Duda

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji PKM Duda jest wyższa od obecnej wartości rynkowej o 27,4%, dlatego wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 8,28 PLN.

**Tab. Podsumowanie wycen**

|                        | wycena 1    |      |
|------------------------|-------------|------|
|                        | akcji       | waga |
| metoda DCF             | 8,08        | 50%  |
| metoda porównawcza     | 8,49        | 50%  |
| <b>wycena PKM Duda</b> | <b>8,28</b> |      |
| obecna cena akcji      | 6,50        |      |
| potencjał wzrostu (%)  | 27,4%       |      |

Źródło: BM BGŻ.

**Tab. Wycena metodą DCF**

| (mln PLN)                        | 2014P       | 2015P       | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                        | 1 861,1     | 1 901,4     | 1 930,5     | 1 956,7     | 1 983,3     | 2 010,3     | 2 037,7     | 2 065,6     | 2 093,8     | 2 122,5     |
| EBIT                             | 34,4        | 34,8        | 36,1        | 36,0        | 36,0        | 36,5        | 37,0        | 37,6        | 38,2        | 38,7        |
| Efektywna stopa podatkowa        | 8%          | 15%         | 15%         | 16%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |
| NOPLAT                           | 31,6        | 29,4        | 30,5        | 30,4        | 29,1        | 29,6        | 30,0        | 30,4        | 30,9        | 31,4        |
| Amortyzacja                      | 24,2        | 25,3        | 26,8        | 28,6        | 30,4        | 32,4        | 34,5        | 36,8        | 39,2        | 41,8        |
| CAPEX                            | 17,8        | 24,2        | 26,8        | 28,6        | 30,4        | 32,4        | 34,5        | 36,8        | 39,2        | 41,8        |
| Inwestycje w kapitał obrotowy    | 13,3        | 6,3         | 5,5         | 6,1         | 0,8         | 0,8         | 0,8         | 0,9         | 0,9         | 0,9         |
| <b>FCFF</b>                      | <b>24,7</b> | <b>24,3</b> | <b>25,0</b> | <b>24,3</b> | <b>28,3</b> | <b>28,7</b> | <b>29,2</b> | <b>29,6</b> | <b>30,0</b> | <b>30,5</b> |
| Stopa wolna od ryzyka            | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        |
| Premia rynkowa                   | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                             | 1,4         | 1,3         | 1,3         | 1,3         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| Koszt kapitału własnego          | 10,9%       | 10,7%       | 10,7%       | 10,5%       | 10,2%       | 10,0%       | 9,9%        | 9,8%        | 9,8%        | 9,7%        |
| Koszt długu                      | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu     | 5,1%        | 4,6%        | 4,7%        | 4,6%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        |
| % kapitału własnego              | 69,6%       | 72,5%       | 72,8%       | 75,4%       | 78,7%       | 81,9%       | 83,7%       | 84,7%       | 85,3%       | 85,9%       |
| % długu                          | 30,4%       | 27,5%       | 27,2%       | 24,6%       | 21,3%       | 18,1%       | 16,3%       | 15,3%       | 14,7%       | 14,1%       |
| <b>WACC</b>                      | <b>9,2%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> |
| Suma DFCF                        | 194,3       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość rezydualna (TV)          | 451,8       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Zdyskontowana TV                 | 184,2       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość działalności operacyjnej | 378,6       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Dług netto                       | 154,0       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość kapitału własnego        | 224,5       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (mln szt.)          | 27,80       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość 1 akcji</b>           | <b>8,08</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia**

| wzrost FCFF w nieskończoność |             |             |             |             |             |             |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                              | 8,08        | 1,0%        | 1,5%        | 2,0%        | 2,5%        | 3,0%        |
|                              | 7,2%        | 7,29        | 7,70        | 8,18        | 8,73        | 9,37        |
|                              | 8,2%        | 7,24        | 7,66        | 8,13        | 8,68        | 9,32        |
| <b>WACC</b>                  | <b>9,2%</b> | <b>7,19</b> | <b>7,61</b> | <b>8,08</b> | <b>8,63</b> | <b>9,26</b> |
|                              | 10,2%       | 7,15        | 7,56        | 8,03        | 8,57        | 9,21        |
|                              | 11,2%       | 7,10        | 7,51        | 7,98        | 8,52        | 9,16        |

Źródło: BM BGŻ

## Wycena - Tarczyński

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Tarczyński jest wyższa od obecnej wartości rynkowej o 29,5%, dlatego wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 12,43 PLN.

**Tab. Podsumowanie wycen**

|                          | wycena 1<br>akcji |  | waga |
|--------------------------|-------------------|--|------|
| metoda DCF               | 14,19             |  | 50%  |
| metoda porównawcza       | 10,67             |  | 50%  |
| <b>wycena Tarczyński</b> | <b>12,43</b>      |  |      |
| obecna cena akcji        | 9,60              |  |      |
| potencjał wzrostu (%)    | 29,5%             |  |      |

Źródło: BM BGŻ.

**Tab. Wycena metodą DCF**

| [mln PLN]                        | 2014P        | 2015P       | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                        | 508,6        | 562,5       | 612,7       | 652,3       | 681,4       | 708,7       | 733,3       | 751,4       | 768,1       | 783,5       |
| EBIT                             | 18,1         | 19,3        | 21,3        | 22,8        | 23,9        | 25,1        | 25,6        | 26,1        | 26,0        | 26,0        |
| Efektywna stopa podatkowa        | -20%         | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        | -19%        |
| NOPLAT                           | 14,5         | 15,7        | 17,2        | 18,5        | 19,4        | 20,3        | 20,7        | 21,1        | 21,1        | 21,1        |
| Amortyzacja                      | 20,4         | 20,4        | 21,5        | 22,3        | 23,0        | 23,8        | 24,6        | 25,6        | 26,8        | 28,3        |
| CAPEX                            | -52,6        | -16,1       | -12,3       | -11,5       | -11,6       | -11,8       | -14,7       | -18,4       | -23,0       | -28,7       |
| Inwestycje w kapitał obrotowy    | -3,4         | -3,2        | -2,9        | -2,3        | -1,7        | -1,6        | -1,4        | -1,1        | -1,0        | -0,9        |
| <b>FCFF</b>                      | <b>-21,1</b> | <b>16,8</b> | <b>23,4</b> | <b>27,0</b> | <b>29,1</b> | <b>30,8</b> | <b>29,2</b> | <b>27,3</b> | <b>23,9</b> | <b>19,8</b> |
| Stopa wolna od ryzyka            | 3,5%         | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        |
| Premia rynkowa                   | 5,5%         | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                             | 2,6          | 2,6         | 2,5         | 2,5         | 2,4         | 2,3         | 2,2         | 2,1         | 2,1         | 2,1         |
| Koszt kapitału własnego          | 17,9%        | 17,8%       | 17,4%       | 17,0%       | 16,5%       | 15,9%       | 15,5%       | 15,2%       | 15,0%       | 14,9%       |
| Koszt długu                      | 5,5%         | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Efektywna stopa podatkowa        | 19,9%        | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       |
| Koszt długu po opodatkowaniu     | 4,4%         | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        |
| % kapitału własnego              | 33,1%        | 33,7%       | 34,6%       | 35,8%       | 37,2%       | 39,1%       | 40,8%       | 41,8%       | 42,6%       | 43,2%       |
| % długu                          | 66,9%        | 66,3%       | 65,4%       | 64,2%       | 62,8%       | 60,9%       | 59,2%       | 58,2%       | 57,4%       | 56,8%       |
| <b>WACC</b>                      | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> | <b>8,9%</b> |
| Suma DFCF                        | 124,9        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość rezydualna (TV)          | 290,6        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Zdyskontowana TV                 | 129,9        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość działalności operacyjnej | 254,8        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Dług netto                       | 93,8         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość kapitału własnego        | <b>161,0</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (mln szt.)          | 11,3         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość 1 akcji</b>           | <b>14,19</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia**

| wzrost FCFF w nieskończoność |             |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                              | 14,19       | 1,0%  | 1,5%  | 2,0%  | 2,5%  | 3,0%  |
|                              | 6,9%        | 12,81 | 13,53 | 14,36 | 15,32 | 16,43 |
|                              | 7,9%        | 12,73 | 13,45 | 14,28 | 15,23 | 16,34 |
| <b>WACC</b>                  | <b>8,9%</b> | 12,65 | 13,37 | 14,19 | 15,14 | 16,25 |
|                              | 9,9%        | 12,58 | 13,29 | 14,11 | 15,05 | 16,16 |
|                              | 10,9%       | 12,50 | 13,21 | 14,03 | 14,97 | 16,07 |

Źródło: BM BGŻ

## Wycena – ZM Henryk Kania

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji ZM Henryk Kania jest wyższa od obecnej wartości rynkowej o 8,1%, dlatego wydajemy rekomendację NEUTRALNIE z ceną docelową 2,59 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

|                            | wycena 1    |      |
|----------------------------|-------------|------|
|                            | akcji       | waga |
| metoda DCF                 | 2,70        | 50%  |
| metoda porównawcza         | 2,53        | 50%  |
| <b>wycena Henryk Kania</b> | <b>2,62</b> |      |
| obecna cena akcji          | 2,41        |      |
| potencjał wzrostu (%)      | 8,5%        |      |

Źródło: BM BGŻ.

Tab. Wycena metodą DCF

| (mln PLN)                        | 2014P        | 2015P       | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       |
|----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                        | 874,1        | 966,8       | 1 024,8     | 1 055,5     | 1 076,6     | 1 098,1     | 1 120,1     | 1 142,5     | 1 165,4     | 1 188,7     |
| EBIT                             | 37,1         | 44,6        | 48,4        | 49,9        | 50,7        | 51,4        | 52,3        | 53,0        | 53,9        | 54,6        |
| Efektywna stopa podatkowa        | 16%          | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |
| NOPLAT                           | 31,0         | 36,1        | 39,2        | 40,4        | 41,1        | 41,6        | 42,3        | 42,9        | 43,6        | 44,2        |
| Amortyzacja                      | 6,7          | 6,9         | 7,2         | 7,5         | 7,8         | 8,2         | 8,6         | 9,0         | 9,4         | 9,8         |
| CAPEX                            | 4,8          | 6,9         | 7,2         | 7,5         | 7,8         | 8,2         | 8,6         | 9,0         | 9,4         | 9,8         |
| Inwestycje w kapitał obrotowy    | 47,3         | 17,4        | 6,5         | 3,5         | 2,4         | 2,4         | 2,4         | 2,5         | 2,5         | 2,6         |
| <b>FCFF</b>                      | <b>-14,4</b> | <b>18,7</b> | <b>32,6</b> | <b>36,9</b> | <b>38,7</b> | <b>39,2</b> | <b>39,9</b> | <b>40,4</b> | <b>41,1</b> | <b>41,7</b> |
| Stopa wolna od ryzyka            | 3,5%         | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        | 3,5%        |
| Premia rynkowa                   | 5,5%         | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                             | 1,7          | 1,6         | 1,5         | 1,4         | 1,3         | 1,3         | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,2         |
| Koszt kapitału własnego          | 12,6%        | 12,4%       | 11,9%       | 11,3%       | 10,8%       | 10,6%       | 10,3%       | 10,1%       | 10,0%       | 9,9%        |
| Koszt długu                      | 5,5%         | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu     | 4,6%         | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        | 4,5%        |
| % kapitału własnego              | 55,2%        | 56,8%       | 60,7%       | 65,5%       | 71,3%       | 74,0%       | 77,8%       | 79,5%       | 81,1%       | 82,5%       |
| % długu                          | 44,8%        | 43,2%       | 39,3%       | 34,5%       | 28,7%       | 26,0%       | 22,2%       | 20,5%       | 18,9%       | 17,5%       |
| <b>WACC</b>                      | <b>9,0%</b>  | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> | <b>9,0%</b> |
| Suma DFCF                        | 208,2        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość rezydualna (TV)          | 617,7        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Zdyskontowana TV                 | 252,6        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość działalności operacyjnej | 460,7        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Dług netto                       | 122,8        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Wartość kapitału własnego        | 337,9        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (mln szt.)          | 125,2        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość 1 akcji</b>           | <b>2,70</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

|             |             |             |             |             |             |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|             | 2,70        | 1,0%        | 1,5%        | <b>2,0%</b> | 2,5%        | 3,0%        |
|             | 7,0%        | 2,46        | 2,58        | 2,73        | 2,89        | 3,09        |
|             | 8,0%        | 2,44        | 2,57        | 2,71        | 2,88        | 3,08        |
| <b>WACC</b> | <b>9,0%</b> | <b>2,43</b> | <b>2,56</b> | <b>2,70</b> | <b>2,87</b> | <b>3,06</b> |
|             | 8,0%        | 2,44        | 2,57        | 2,71        | 2,88        | 3,08        |
|             | 7,0%        | 2,46        | 2,58        | 2,73        | 2,89        | 3,09        |

Źródło: BM BGŻ

## Wycena porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą – spółki zagraniczne

|                            | EV/EBIT         |             |             | EV/EBITDA         |            |            | P/E                    |             |             |
|----------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------------|------------|------------|------------------------|-------------|-------------|
|                            | 2014 P          | 2015 P      | 2016 P      | 2014 P            | 2015 P     | 2016 P     | 2014 P                 | 2015 P      | 2016 P      |
| <b>Spółki zagraniczne</b>  |                 |             |             |                   |            |            |                        |             |             |
| HORMEL FOODS CORP          | 13,1            | 11,5        | 10,4        | 11,4              | 10,1       | 9,4        | 20,5                   | 17,8        | 16,4        |
| MAPLE LEAF FOODS INC       | -               | -           | -           | 35,0              | 8,3        | 7,3        | -                      | 24,8        | 20,2        |
| PILGRIM'S PRIDE CORP       | 7,8             | 7,6         | -           | 6,8               | 6,9        | -          | 12,8                   | 12,8        | -           |
| ATRIA PLC                  | 18,5            | 12,6        | 11,5        | 6,8               | 5,8        | 5,5        | 14,7                   | 9,0         | 7,7         |
| TER BEKE N.V.              | 11,0            | 10,8        | -           | 4,9               | 4,8        | -          | 10,9                   | 9,6         | -           |
| KERRY GROUP PLC-A          | 16,5            | 15,1        | 13,6        | 13,7              | 12,5       | 11,3       | 19,3                   | 17,1        | 15,2        |
| CRANSWICK PLC              | 12,5            | 11,1        | 10,4        | 9,4               | 8,5        | 8,1        | 15,3                   | 13,8        | 13,0        |
| HKSCAN OYJ-A SHS           | 17,3            | 22,2        | 16,6        | 6,2               | 7,0        | 6,2        | 6,2                    | 9,9         | 7,5         |
| JBS SA                     | 9,5             | 8,7         | 8,8         | 6,7               | 6,3        | 5,8        | 13,4                   | 10,6        | 10,0        |
| MARFRIG GLOBAL FOODS SA    | 9,6             | 8,2         | 7,0         | 6,3               | 5,7        | 5,3        | 76,3                   | 15,6        | 13,3        |
| TYSON FOODS INC-CL A       | 9,4             | 6,3         | 6,3         | 7,0               | 5,0        | 5,0        | 13,8                   | 10,5        | 10,2        |
| NH FOODS LTD               | 15,1            | 12,7        | 12,0        | 9,7               | 8,6        | 8,3        | 21,8                   | 17,7        | 17,4        |
| CHAROEN POKPHAND FOODS PUB | 25,2            | 19,3        | 17,1        | 15,9              | 13,1       | 11,5       | 20,9                   | 14,9        | 12,0        |
| BRF SA                     | 18,3            | 14,6        | 11,6        | 13,1              | 10,9       | 9,4        | 26,8                   | 19,4        | 15,6        |
| PREMIER FOODS PLC          | 8,3             | 8,2         | 8,0         | 7,3               | 7,2        | 7,1        | 4,7                    | 4,1         | 3,8         |
| <b>MEDIANA</b>             | <b>12,8</b>     | <b>11,3</b> | <b>11,0</b> | <b>7,3</b>        | <b>7,2</b> | <b>7,3</b> | <b>15,0</b>            | <b>13,8</b> | <b>13,0</b> |
| <b>PKM Duda</b>            | 9,8             | 9,6         | 9,3         | 5,7               | 5,6        | 5,3        | 8,4                    | 8,5         | 8,6         |
| premia/dyskonto            | -31,2%          | -17,4%      | -18,0%      | -27,8%            | -28,9%     | -36,2%     | -78,0%                 | -61,4%      | -50,2%      |
| <b>Tarczyński</b>          | 12,3            | 11,5        | 10,4        | 5,8               | 5,6        | 5,2        | 12,7                   | 10,9        | 9,5         |
| premia/dyskonto            | -4,2%           | 1,8%        | -5,0%       | -26,8%            | -28,5%     | -39,4%     | -18,5%                 | -26,6%      | -37,1%      |
| <b>ZM Henryk Kania</b>     | 11,4            | 9,5         | 8,8         | 9,7               | 8,3        | 7,6        | 10,8                   | 8,8         | 7,8         |
| premia/dyskonto            | -11,9%          | -18,8%      | -24,9%      | 24,5%             | 12,8%      | 5,0%       | -39,4%                 | -57,0%      | -66,1%      |
| Wagi dla wskaźników        | 33%             |             |             | 33%               |            |            | 33%                    |             |             |
| <b>Wycena</b>              | <b>PKM Duda</b> |             |             | <b>Tarczyński</b> |            |            | <b>ZM Henryk Kania</b> |             |             |
|                            | <b>10,01</b>    |             |             | <b>12,92</b>      |            |            | <b>2,95</b>            |             |             |

Źródło: BM BGŻ S.A., \*wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

Tab. Wycena metodą porównawczą – spółki krajowe

| Spółka                                        | EV/EBIT         |            |            | EV/EBITDA         |            |            | P/E                    |            |            |
|-----------------------------------------------|-----------------|------------|------------|-------------------|------------|------------|------------------------|------------|------------|
|                                               | 2014P           | 2015P      | 2016P      | 2014P             | 2015P      | 2016P      | 2014P                  | 2015P      | 2016P      |
| <b>PKM Duda</b>                               | 9,8             | 9,6        | 9,3        | 5,7               | 5,6        | 5,3        | 8,4                    | 8,5        | 8,6        |
| premia/dyskonto                               | -22%            | -9%        | -3%        | -35%              | -24%       | -21%       | -39%                   | -15%       | 0%         |
| <b>Tarczyński</b>                             | 12,3            | 11,5       | 10,4       | 5,8               | 5,6        | 5,2        | 12,7                   | 10,9       | 9,5        |
| premia/dyskonto                               | 14%             | 17%        | 13%        | -34%              | -24%       | -25%       | 24%                    | 20%        | 13%        |
| <b>ZM Henryk Kania</b>                        | 11,4            | 9,5        | 8,8        | 9,7               | 8,3        | 7,6        | 10,8                   | 8,8        | 7,8        |
| premia/dyskonto                               | 4%              | -11%       | -12%       | 41%               | 32%        | 31%        | 2%                     | -11%       | -16%       |
| <b>Mediana</b>                                | <b>11,4</b>     | <b>9,6</b> | <b>9,3</b> | <b>5,8</b>        | <b>5,6</b> | <b>5,3</b> | <b>10,8</b>            | <b>8,8</b> | <b>8,6</b> |
| Wagi dla wskaźników                           | 33%             |            |            | 33%               |            |            | 33%                    |            |            |
| <b>Wycena</b>                                 | <b>PKM Duda</b> |            |            | <b>Tarczyński</b> |            |            | <b>ZM Henryk Kania</b> |            |            |
|                                               | <b>6,97</b>     |            |            | <b>8,42</b>       |            |            | <b>2,12</b>            |            |            |
| <b>Średnia (spółki krajowe i zagraniczne)</b> | <b>8,49</b>     |            |            | <b>10,67</b>      |            |            | <b>2,53</b>            |            |            |

Źródło: BM BGŻ S.A., Bloomberg

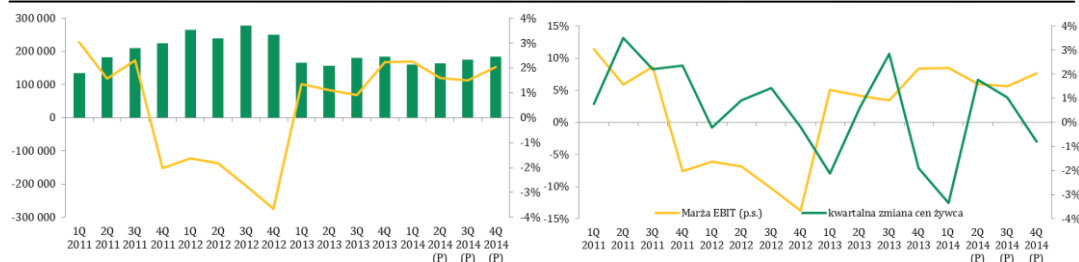
Mediana widoczna w tabeli jest szacowana na podstawie wskaźników trzech spółek. W wycenie posłużono się średnimi wskaźnikami dla dwóch spółek, na podstawie których szacowano wartość trzeciej spółki.

## Komentarz do wyników

### Wyniki finansowe – Duda

W 2013 r. GK Duda kontynuowała proces restrukturyzacji spółki. Na skutek niesprzyjających warunków rynkowych, czyli wysokich cen żywca wieprzowego, zarząd podjął decyzję o zmianie strategii w segmencie ubojowo-produkcyjnym. Po zmianie polityki zakupu surowca (powrót do dostawców bezpośrednich), koncentracji na bardziej marżowych klientach i większej współpracy w ramach grupy oraz oszczędnościami kosztowymi (outsourcing zatrudnienia, wydzielenie logistyki do spółki zależnej Tigra Trans) zakład w Grąbkowie odzyskał rentowność w grudniu 2012 r. kosztem rezygnacji dotychczasowej polityki maksymalizacji wolumenów. W poprawie marż pomogły także przejściowe spadki cen żywca wieprzowego na początku ubiegłego roku. Poprawa modelu zarządzania segmentem była jednak skuteczna, ponieważ pomimo odbicia cen trzody w połowie ubiegłego roku, zanotował on dodatnią rentowność we wszystkich kwartałach 2013 r. Finalnie segment produkcyjny przy przychodach na poziomie 688 mln PLN (-33,4% r/r) wypracował 9,8 mln PLN wyniku operacyjnego (1,42% marży) wobec straty na poziomie 25,4 mln PLN rok temu (-2,46% marży).

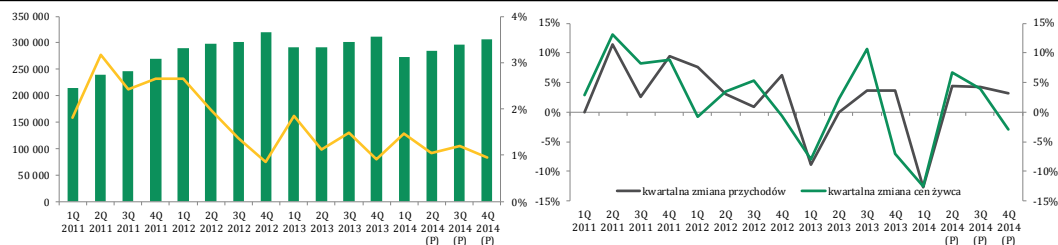
**Wyk. Przychody segmentu produkcyjnego i marża EBIT (wyk. prawy) oraz zależność marży EBIT segmentu produkcyjnego od kwartalnych zmian cen żywca (wyk. lewy)**



Źródło: Sprawozdania Spółki, GUS, opracowanie BM BGZ

Segment handlowy jako nastawiony na dostawy w kanale tradycyjnym odczuwał presję związaną z rozwojem sieci supermarketów i dyskontów (kanał nowoczesny), które ponadto przejmują wysokomarżową sprzedaż wędlin, a także substytucję droższego mięsa wieprzowego tańszym mięsem drobiowym przez konsumentów w Polsce. W efekcie po wzroście przychodów segmentu handlowego o 24,6% w 2012 r., w 2013 r. spadły one o 1,1% r/r i wyniosły 1 195,3 mln PLN. Zysk operacyjny ukształtował się na poziomie 15,9 mln PLN (-22% r/r).

**Wyk. Przychody segmentu handlowego i marża EBIT (wyk. lewy) oraz zależność pomiędzy kwartalną zmianą przychodów tego segmentu a zmianą cen żywca wieprzowego (wyk. prawy)**



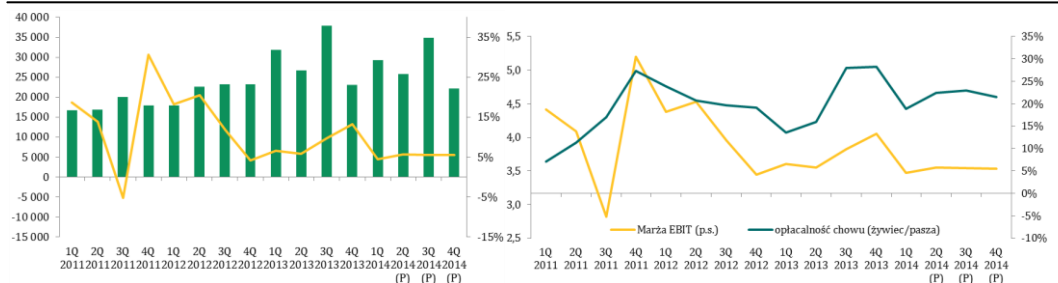
Źródło: Sprawozdania spółki, GUS, opracowanie BM BGZ

Segmenty rolne kontynuowały dynamiczny wzrost przychodów, jednak na skutek znacznego spadku cen produktów rolnych zanotowały znacząco niższe marże w ujęciu rok do roku. Segment rolny zwierzęcy uzyskał sprzedaż na poziomie 119,5 mln PLN (+37,2%), jednakże na skutek słabego pierwszego półrocza (wysokie ceny pasz przy okresowym spadku cen wieprzowiny) zysk operacyjny spadł o 10,4% do 10,4 mln PLN. Podobnie było w segmencie rolnym roślinnym, gdzie pomimo wzrostu przychodów do 19,3 mln PLN (+32% r/r), spadek cen zbóż w



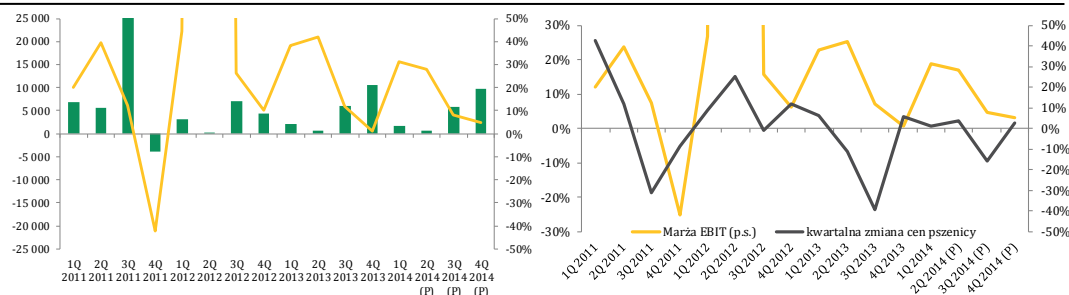
drugiej połowie roku obniżył wynik operacyjny o ponad połowę (-56% r/r) do 1,9 mln PLN. Do wyników grupy dołożył się jeszcze segment pozostałe (zawiera spółki znajdujące się na Ukrainie, nieruchomości oraz podmioty związane z odnawialnymi źródłami energii), który przy przychodach na poziomie 109,9 mln PLN (+18,2% r/r) wypracował 0,4 mln PLN zysku operacyjnego (+284,4% r/r).

**Wyk. Przychody segmentu rolnego zwierzęcego i marża EBIT (wyk. lewy) oraz zależność pomiędzy jego marżą a opłacalnością hodowli trzody – stosunkiem cen żywca wieprzowego do paszy (wyk. prawy)**



Źródło: Sprawozdania spółki, GUS, opracowanie BM BGŻ

**Wyk. Przychody segmentu rolnego roślinnego i marża EBIT (wyk. lewy) oraz zależność pomiędzy jego marżą a kwartalnymi zmianami cen pszenicy (wyk. prawy)**



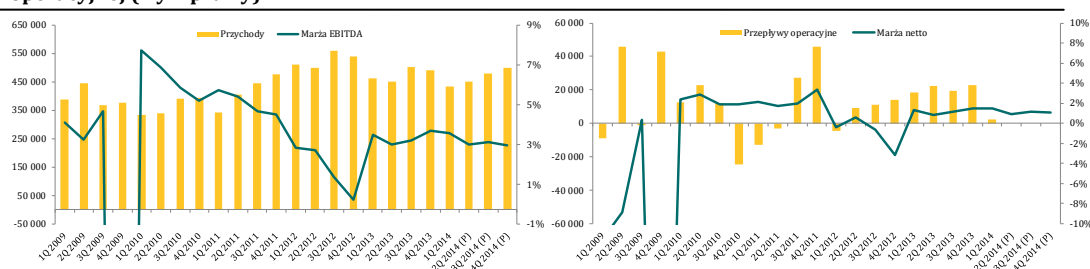
Źródło: Sprawozdania spółki, GUS, opracowanie BM BGŻ

Łącznie w 2013 r. PKM Duda uzyskał 1 903,6 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-9,5% r/r) poprawiając o 10% zysk brutto ze sprzedaży, który wyniósł 191,5 mln PLN. Stało się to głównie za sprawą spadku o 21,4% r/r kosztów materiałów i energii (wyniosły one 881,1 mln PLN – 78,5% udziału w kosztach). W podobnym tempie co łączne przychody spadała również sprzedaż eksportowa, a jej udział w przychodach po spadku o 0,18 pkt. proc. wynosi 14,12%. Koszty sprzedaży wzrosły o 6,3% do 117,5 mln PLN, jednakże pomimo redukcji kosztów zarządu do 45,6 mln PLN (-11,8% r/r) udział kosztów SG&A w przychodach zwiększył się z 7,7% do 8,6%. Wynik operacyjny był podwyższony przed dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+10 mln PLN). Na przychody z pozostałej działalności operacyjnej (19,1 mln PLN) składały się głównie: zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych (4,2 mln PLN vs 2,6 mln PLN rok wcześniej), dotacje i rozwiązanie rezerw (obydwie pozycje po 2,9 mln PLN) oraz przychody z tytułu wyceny nieruchomości (2,5 mln PLN). W skład kosztów z pozostałej działalności operacyjnej (9,1 mln PLN) wchodziły: odpisy należności (2,4 mln PLN vs 3,9 mln PLN rok wcześniej) oraz odpisy na nieruchomości inwestycyjne (1,7 mln PLN vs 3,3 mln PLN w 2012 r.). Łącznie marża EBIT ukształtowała się na poziomie 2,02% w porównaniu do 0,5% w poprzednim roku, a zysk operacyjny wyniósł 38,4 mln PLN (+247,8% r/r).

Dzięki postępującej redukcji zadłużenia spółka (dług netto zmniejszony z 207 mln PLN pod koniec 2012 r. do 152,4 mln PLN pod koniec ubiegłego roku) zdołała obniżyć koszty odsetkowe o 19% do 14,8 mln PLN. W ramach kosztów wyższe o ponad 2 mln PLN były ujemne różnice kursowe, dodatnie różnice wyniosły jednak 3,9 mln PLN wobec ich braku w 2012 r. W RZiS różnice kursowe są prezentowane w ujęciu skompensowanym, dlatego przychody finansowe wynoszą tam 3,1 mln PLN (+21,1% r/r), a koszty finansowe 16,7 mln PLN (-23,7%). Na wynik netto korzystnie działała także niewielka, efektywna stopa podatkowa (7,9%). Łącznie zysk netto wyniósł 22,9 mln PLN wobec straty w wysokości 19,9 mln PLN w 2012 r.

W ubiegłym roku GK Duda znacząco poprawiła także przepływy z działalności operacyjnej, które wyniosły 83 mln PLN (29,7 mln w roku poprzednim). Poza poprawą wyników, korzystnie dla generowania gotówki działało także poprawienie cyklu konwersji należności i ich spływ w wysokości 32,5 mln PLN wobec niewielkich zmian w poziomie zapasów i niewielkiego (2,4 mln PLN) zwiększenia zobowiązań. Gotówka z działalności operacyjnej pozwoliła sfinansować znacznie wyższe, ujemne saldo z działalności finansowej (-67,1 mln PLN vs -28,5 mln w 2012 r.), w skład którego wchodziła spłata kredytów i pożyczek na kwotę ponad 108 mln PLN. Sumarycznie gotówka w posiadaniu spółki zwiększyła się w 2013 r. o ponad 7 mln PLN, co pokazuje efekty restrukturyzacji oraz poprawy warunków rynkowych w segmencie produkcyjnym.

**Wyk. Przychody spółki i marża EBIT (wyk. lewy) oraz zysk netto i przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (wyk. prawy)**



Źródło: Sprawozdania spółki.

**Wyniki finansowe 1Q '14 r.**

Pierwszy kwartał 2014 r. stał pod znakiem kontynuacji tendencji z ubiegłego roku. Przychody ze sprzedaży grupy spadły o 6,3% r/r do 432,1 mln PLN, jednakże pomimo pojawienia się choroby afrykańskiego pomoru świń i embargo na eksport wieprzowiny w kierunku wschodnim (Rosja, Białoruś, Kazachstan, kraje azjatyckie) przychody z eksportu wzrosły o 5,3% do 66 mln PLN. W odróżnieniu od poprzednich kwartałów, w 1Q'14 lekko obniżyła się marża brutto ze sprzedaży z 10,8% do 10,7%, a zysk brutto ze sprzedaży był niższy o 7% r/r i wyniósł 46,4 mln PLN. Spółka na skutek prowadzonej restrukturyzacji zdołała zmniejszyć koszty sprzedaży o 8,4% do 27,4 mln PLN i koszty ogólnego zarządu o 16,2% do 9,8 mln PLN. Saldo z pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,2 mln PLN, łącznie EBIT ukształtował się na poziomie 9,7 mln PLN (-3,6%). Kontynuowane było także ograniczanie kosztów finansowych (-19,4% do 3,8 mln PLN), ponadto podobnie jak rok temu niska była efektywna stopa podatkowa (-4,3%). W rezultacie zysk na poziomie netto był wyższy o 10,6% r/r i wyniósł prawie 6,6 mln PLN.

**Tab. Kwartalne wyniki PKM Duda**

|                                        | IQ'12  | IIQ'12 | IIIQ'12 | IVQ'12 | IQ'13 | IIQ'13 | IIIQ'13 | IVQ'13 | IQ'14 | IIQ'14 P |
|----------------------------------------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|----------|
| przychody                              | 509,1  | 499,5  | 557,9   | 537,6  | 461,2 | 451,7  | 500,7   | 490,0  | 432,1 | 449,8    |
| zmiana r/r                             | 48,5%  | 23,1%  | 25,5%   | 12,8%  | -9,4% | -9,6%  | -10,3%  | -8,8%  | -6,3% | -0,4%    |
| EBITDA                                 | 14,4   | 13,5   | 7,5     | 1,2    | 16,1  | 13,4   | 15,9    | 18,1   | 15,5  | 13,5     |
| EBIT                                   | 7,7    | 7,1    | 1,2     | -4,9   | 10,0  | 7,3    | 10,3    | 10,8   | 9,4   | 7,5      |
| zysk netto                             | -1,8   | 2,8    | -3,6    | -17,2  | 5,9   | 3,8    | 5,7     | 7,4    | 6,6   | 4,1      |
| marża EBITDA                           | 2,8%   | 2,7%   | 1,4%    | 0,2%   | 3,5%  | 3,0%   | 3,2%    | 3,7%   | 3,6%  | 3,0%     |
| marża operacyjna                       | 1,50%  | 1,42%  | 0,22%   | -0,91% | 2,18% | 1,62%  | 2,05%   | 2,21%  | 2,19% | 1,66%    |
| marża netto                            | -0,36% | 0,55%  | -0,65%  | -3,20% | 1,29% | 0,85%  | 1,14%   | 1,52%  | 1,52% | 0,92%    |
| przepływy z działalności operacyjnej   | -4,6   | 9,3    | 11,2    | 13,8   | 18,3  | 22,4   | 19,5    | 22,8   | 2,2   | -        |
| przepływy z działalności inwestycyjnej | 1,0    | -4,8   | -3,4    | -0,5   | -2,5  | -1,1   | 3,1     | -8,4   | -2,4  | -        |
| przepływy z działalności finansowej    | -1,4   | -6,4   | -4,7    | -16,0  | -15,8 | -2,3   | -34,3   | -14,7  | -7,4  | -        |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

W rozbiciu na segmenty lekki spadek przychodów zanotowała produkcja (-3,1% do 160,8 mln PLN), która kontynuowała jednak proces poprawy marży operacyjnej (+61,1% r/r do 3,6 mln PLN) w czym pomogły spadające ceny żywca wieprzowego w pierwszym kwartale. Tendencja ta była jednak niekorzystna dla segmentu rolnego zwierzęcego, gdzie przychody były niższe o 7,8% i wyniosły 29,3 mln PLN, a wynik operacyjny był gorszy o 36% r/r

(1,3 mln PLN). Ze względu na przesunięcie świąt Wielkanocnych (II kwartał) względem ubiegłego roku (koniec I kwartału) niższe wyniki zanotował segment handlowy, gdzie przychody spadły o 6,2% do 272,9 mln PLN, a wynik operacyjny obniżył się o 26,2% do 3,9 mln PLN. Mniejsze znaczenie dla wyników grupy miał segment rolny roślinny, który wypracował 1,6 mln PLN przychodów (-21,6% r/r) i 0,5 mln PLN EBIT (-35,9% r/r), gdzie widać było wpływ niższych cen zbóż oraz segment pozostałe, który pomimo osiągnięcia ponad 19 mln PLN przychodów (-12,7% r/r) zanotował minimalną stratę 9 tys. PLN.

Analizując przepływy pieniężne dostrzegamy, że na skutek znacznej spłaty zobowiązań (11,1 mln PLN) oraz niższego niż przed rokiem spływu należności (6,6 mln PLN vs 15,0 mln PLN) znacząco obniżył się cash flow z działalności operacyjnej, który wyniósł 2,2 mln PLN wobec 18,3 mln PLN przed rokiem. Chociaż równocześnie saldo przepływów z działalności finansowej było niższe o połowę, to środki pieniężne zmniejszyły się o 7,6 mln PLN w ciągu pierwszego kwartału i wyniosły 13,3 mln PLN. W tym samym czasie obniżone z 173,3 mln PLN do 167,4 mln PLN zostało zadłużenie, a stosunek długu netto do EBITDY wyniósł 2,45x wobec nieco ponad 5x przed rokiem.

**Tab. Kwartałne wyniki PKM Duda w podziale na segmenty**

|                            | IQ'12  | IIQ'12   | IIIQ'12 | IVQ'12  | IQ'13  | IIQ'13  | IIIQ'13 | IVQ'13 | IQ'14  | IIQ'14 P |
|----------------------------|--------|----------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|----------|
| przychody                  | 264,3  | 239,4    | 278,3   | 250,3   | 166,1  | 156,4   | 181,0   | 184,6  | 160,9  | 163,5    |
| segment zmiana r/r         | 95,8%  | 30,7%    | 32,3%   | 11,8%   | -37,2% | -34,7%  | -35,0%  | -26,3% | -3,1%  | 4,5%     |
| produkcji EBIT             | -4,3   | -4,4     | -7,6    | -9,2    | 2,3    | 1,7     | 1,7     | 4,1    | 3,6    | 2,6      |
| marża operacyjna           | -1,63% | -1,82%   | -2,74%  | -3,66%  | 1,36%  | 1,11%   | 0,92%   | 2,25%  | 2,26%  | 1,60%    |
| przychody                  | 289,8  | 298,4    | 300,9   | 319,5   | 290,8  | 290,7   | 301,4   | 312,4  | 272,9  | 284,9    |
| segment zmiana r/r         | 34,7%  | 24,5%    | 22,3%   | 18,6%   | 0,4%   | -2,6%   | 0,2%    | -2,2%  | -6,2%  | -2,0%    |
| handlu EBIT                | 7,7    | 5,9      | 4,2     | 2,7     | 5,4    | 3,3     | 4,5     | 2,8    | 4,0    | 3,0      |
| marża operacyjna           | 2,65%  | 1,98%    | 1,38%   | 0,85%   | 1,85%  | 1,13%   | 1,48%   | 0,90%  | 1,46%  | 1,05%    |
| przychody                  | 17,9   | 22,7     | 23,2    | 23,3    | 31,8   | 26,7    | 37,8    | 23,1   | 29,3   | 25,7     |
| segment zmiana r/r         | 7,5%   | 35,0%    | 16,3%   | 30,1%   | 77,7%  | 17,6%   | 62,8%   | -0,5%  | -7,8%  | -3,5%    |
| rolny EBIT                 | 3,3    | 4,6      | 2,8     | 1,0     | 2,1    | 1,6     | 3,7     | 3,1    | 1,3    | 1,5      |
| zwierzęcy marża operacyjna | 18,22% | 20,45%   | 11,85%  | 4,23%   | 6,55%  | 5,81%   | 9,83%   | 13,26% | 4,55%  | 5,70%    |
| przychody                  | 3,1    | 0,0      | 7,0     | 4,4     | 2,1    | 0,7     | 6,0     | 10,5   | 1,6    | 0,7      |
| segment zmiana r/r         | -54,7% | -99,2%   | -72,3%  | -216,0% | -31,8% | 1375,6% | -14,7%  | 136,2% | -21,6% | 4,0%     |
| roślinny EBIT              | 1,4    | 0,7      | 1,8     | 0,5     | 0,8    | 0,3     | 0,7     | 0,1    | 0,5    | 0,2      |
| marża operacyjna           | 44,52% | 1448,89% | 26,16%  | 10,25%  | 38,08% | 42,02%  | 11,66%  | 1,18%  | 31,15% | 28,00%   |
| przychody                  | 18,0   | 24,6     | 24,8    | 25,6    | 21,8   | 31,3    | 30,1    | 26,7   | 19,1   | 26,6     |
| segment zmiana r/r         | 40,1%  | 156,1%   | 134,4%  | -11,4%  | 21,5%  | 27,4%   | 21,3%   | 4,0%   | -12,7% | -15,0%   |
| pozostałe EBIT             | -0,3   | 0,3      | 0,1     | 0,1     | -0,5   | 0,4     | -0,3    | 0,7    | 0,0    | 0,2      |
| marża operacyjna           | -1,90% | 1,02%    | 0,36%   | 0,38%   | -2,09% | 1,37%   | -0,92%  | 2,53%  | -0,05% | 0,80%    |

Źródło: Sprawozdania spółki, BM BGŻ

## Wyniki finansowe – Tarczyński

Wyniki Grupy Tarczyński w zakończonym 2013 roku oceniamy pozytywnie. Zdecydowanie najważniejszym wydarzeniem dla spółki był debiut na GPW, a tym samym pozyskanie 45 mln PLN z emisji akcji. Pozwoliło to Grupie na finalizację prac rozbudowy zakładu w Ujeźdźcu Małym. Planowane uruchomienie dobudowanej części na początku 2015 roku to miły krok w powiększeniu zdolności produkcyjnych, gdyż dotychczasowe obłożone były niemal maksymalnie już od blisko dwóch lat.

**Tab. Wyniki Grupy Tarczyński w latach 2011-2014P**

| (mln PLN)        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014P |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ogółem | 378,8 | 386,7 | 448,3 | 508,6 |
| zmiana r/r       | 20,7% | 2,1%  | 15,9% | 13,5% |
| EBITDA           | 20,8  | 33,3  | 32,9  | 38,5  |
| marża EBITDA     | 5,5%  | 8,6%  | 7,3%  | 7,6%  |
| EBIT             | 9,6   | 21,2  | 17,3  | 18,1  |
| marża EBIT       | 2,5%  | 5,5%  | 3,9%  | 3,6%  |
| Zysk netto       | 3,9   | 10,8  | 9,3   | 8,6   |
| marża netto      | 1,0%  | 2,8%  | 2,1%  | 1,7%  |

Źródło: Sprawozdania spółki

Na poziomie skonsolidowanym spółka osiągnęła 448,3 mln PLN przychodów (wartość rekordowa w historii Grupy) co jest wynikiem o 15,9% wyższym niż rok wcześniej. Na wysoką dynamikę miała wpływ przede wszystkim intensyfikacja sprzedaży w kanale nowoczesnym, który r/r zwiększył udział w obrotach do 44% z 32% w 2012 r. W najbliższym czasie spółka zamierza wyrównać udział w dystrybucji kanału nowoczesnego oraz tradycyjnego, stąd pozyskanie nowych odbiorców w minionym roku (Lidl Polska, który już w 2013 roku osiągnął największy udział w sprzedaży spółki (14,1%) oraz Żabka Polska). Istotny wpływ na wzrost sprzedaży miała także przeprowadzona ogólnopolska kampania reklamowa na początku omawianego roku, która obejmowała promocję marki Tarczyński oraz podstawowego produktu spółki (Kabanos Tarczyński Extra), a której łączny koszt przekroczył 4 mln PLN. Wg grupy sprzedawanych produktów, wyroby gotowe zwiększyły udział do 96% z 93,1% (do 430,2 z 359,9 mln PLN) głównie kosztem mięsa surowego, które zmniejszyło udział do 2,2% z 4,6% w 2012 r. (do 9,8 z 17,9 mln PLN). Tendencja jest zgodna z zapowiedziami Zarządu, który postanowił wyjść z tego segmentu, aby móc skupiać się wyłącznie na wysoko przetworzonych produktach. Jeśli chodzi o sprzedaż eksportową – spółce nadal ciężko przebić się na rynkach zachodnich, gdzie panuje trend promowania własnych, lokalnych marek. Eksport wyniósł 21,8 mln PLN i zmniejszył swój udział w obrotach z 5,3% do 4,9%.

Zysk brutto ze sprzedaży był o 11,3% wyższy niż przed rokiem i wyniósł 85,9 mln PLN przy nieco niższej marży (19,2% vs 20%), co wynikało głównie z wyższych cen mięsa wieprzowego – szczególnie w 2Q (marża 18,9%) oraz 3Q (marża 16,0%), kiedy ceny wieprzowiny były większe nawet o 15-20% w porównaniu do średniej z 1H 2013. Na niższej marży zaważyło także znaczne zwiększenie zatrudnionych pracowników (+14,9% r/r), a w szczególności pracowników biurowych (+27,4% r/r; m.in. technologzy, średni nadzór, służby handlowe), czego efektem w dużej mierze był wzrost wynagrodzeń z 40,1 do 52,7 mln PLN.

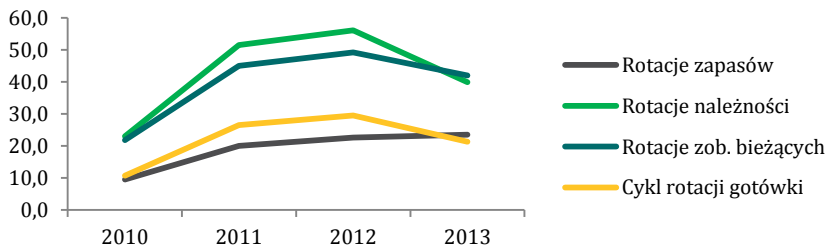
W wyniku większego wolumenu oraz przeprowadzonej kampanii reklamowej koszty sprzedaży wzrosły r/r o 24,5% do 56,4 mln PLN. Podobną dynamikę zanotowały koszty ogólnego zarządu a saldo z pozostałej działalności wyniosło +2,1 mln PLN (+0,9 mln PLN w 2012 r.). Pozycje te wygenerowały EBIT w wysokości 17,3 mln PLN (spadek r/r aż o 18,5%) przy dużo niższej marży r/r (3,9% vs 5,5%). Natomiast r/r minimalnie mniejsza okazała się EBITDA, która wyniosła 32,9 mln PLN i była zaledwie 1,1% mniejsza niż przed rokiem (marża 7,3% vs 8,6% w 2012 r.), co wynikało ze zwiększonej amortyzacji (15,6 vs 12,0 mln PLN) będącej rezultatem powiększenia parku maszynowego. Wynik działalności finansowej pomniejszył końcowy wynik o 5,4 mln PLN, kiedy w 2012 r. było to odpowiednio 7,2 mln PLN (koszty odsetek mniejsze r/r o 2 mln PLN). Powyższa pozycja wraz z niższą r/r efektywną stawką podatkową zaważyły na ostatecznym wyniku, który wyniósł 9,3 mln PLN i był mniejszy o 13,8% r/r.

W minionym roku spółka zdecydowanie poprawiła swą sytuację gotówkową – głównie w wyniku pozyskania kapitału z emisji akcji. Mimo, iż przepływy z działalności operacyjnej były dość wysokie (28,3 mln PLN vs 34,4 mln PLN w 2012 r.), nie wystarczyły na pokrycie inwestycji w majątek trwały, które wyniosły 51,6 mln PLN, a same przepływy z działalności inwestycyjnej to dokładnie 48,2 mln PLN (wpływ +3,5 mln PLN – sprzedaż starego zakładu produkcyjnego w Trzebnicy). Przepływy z działalności finansowej wyniosły 42,2 mln PLN (-26,7 mln PLN w 2012 r.), a największy wpływ in plus miały wpływy z emisji akcji (43,5 mln PLN) oraz wpływy z pożyczek (19,4 mln PLN). Natomiast gotówkę pomniejszały spłaty pożyczek (11,7 mln PLN) oraz zobowiązań z tyt. leasingu (7,1 mln PLN). Należy zwrócić również uwagę na wypłatę dywidendy (1,3 mln PLN), która miała miejsce jeszcze przed debiutem giełdowym. Natomiast jeśli chodzi o podział zysku za 2013 roku, ZWZA zdecydowało o nie wypłacaniu dywidendy – Zarząd zaleca podobne działania w roku 2015, które podyktowane są projektami inwestycyjnymi. Ostatecznie przepływy netto wyniosły 22,4 mln PLN, co implikowało wartość gotówki na koniec 2013 roku w kwocie 23,3 mln PLN a tym samym świadczyło o stabilności finansowej oraz braku problemów z płynnością (wsk. płynności bieżącej na poziomie 0,97; odpowiednio 0,86 w 2012 r.).

W 2013 roku Grupa utrzymała na niezmiennym poziomie kapitał obrotowy (26 mln PLN), przy czym relacje rotacji w dniach aktywów obrotowych zmieniły się bardzo korzystnie. Szczególnie pozytywną zależność widzimy w przypadku wyższej rotacji zobowiązań z tyt. dostaw i usług (42 dni) niż wynosi ona w przypadku należności z tyt. dostaw i usług (39,9 dni). Intensyfikacja współpracy z Lidlem przynosi zatem dodatkowe korzyści w postaci dość krótkiego i pewnego spływu należności (do 30 dni). Spółka jest w stanie utrzymać rotacje należności na stałym poziomie między 30, a 45 dni – a więc istnieje duże prawdopodobieństwo zachowania obecnej tendencji w

zależnościach pomiędzy poszczególnymi rotacjami. Dodatkowo r/r cykl konwersji gotówki zmniejszył się o ponad 8 dni do 21,4 dni, co implikuje mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

#### Wyk. Rotacje w dniach w latach 2010-2013

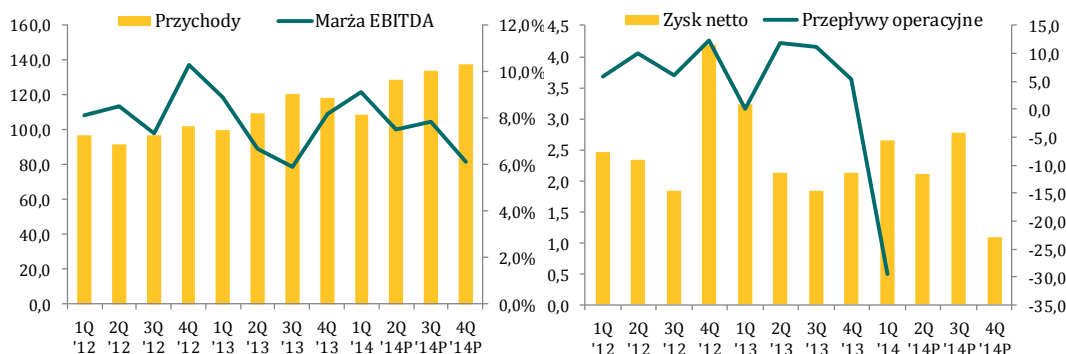


Źródło: Sprawozdania spółki

Grupa w 2013 roku zwiększyła zadłużenie odsetkowe łącznie o ponad 25,7 mln PLN do 117,1 mln PLN, przy czym największy przyrost dotyczy leasingu długoterminowego, który wzrósł z 8,3 do 22,6 mln PLN (maszyny i urządzenia do przetwórstwa mięsnego) oraz kredytów i pożyczek krótkoterminowych z 32,9 do 40,5 mln PLN. Jednakże w wyniku mocnej pozycji gotówkowej dług netto r/r wzrósł zaledwie o 3,3 mln PLN do 93,8 mln PLN. Efektem tego wskaźnik dług netto/EBITDA wzrósł zaledwie o 0,1 p.p. i na koniec roku 2013 był na poziomie 2,8x.

#### Wyniki finansowe 1Q '14 r.

##### Wyk. Kwartalne wyniki finansowe w okresie 1Q '12- 2Q '14 r.



Źródło: Sprawozdania spółki

W pierwszym kwartale bieżącego roku Grupa osiągnęła przychody na poziomie 108,9 mln PLN. Należy zauważyć, iż rok wcześniej na okres 1Q przypadły Świąta Wielkanocne, natomiast w tym roku termin ten wypadł w 2Q. Jednakże mimo stosunkowo wysokiej bazy, wzrost r/r na poziomie 9,4% jest zadowalający. Wysoka sprzedaż była pokłosiem rozwijającej się współpracy z Lidl Polska oraz Żabka Polska, a dodatkowo wspierała ją kampania reklamowa przeprowadzona jeszcze w grudniu poprzedniego roku. Niemniej mimo znacznego wzrostu obrotów, zysk ze sprzedaży był mniejszy i wyniósł 4,5 mln PLN, kiedy rok wcześniej wartość była na poziomie 5,4 mln PLN. Tym samym doszło do obniżki marży ze sprzedaży z 5,4% do 4,2% w 1Q '14 r. (2,7% w 4Q '13 r.; 3,2% w 2013 r.). Spółka skorzystała na niższych cenach surowca, których spadek spowodowany był embargiem na eksport wieprzowiny do Rosji i krajów azjatyckich oraz obawami dotyczącymi ASF. Korzyści te zostały jednak zniesione przez wysoką amortyzację (5,1 vs 3,2 mln PLN w 1Q '13 r.). Spółka wygenerowała 4,8 mln PLN EBIT przy marży 4,4%, natomiast wynik EBITDA wyniósł 9,9 mln PLN i był większy o 1,0 mln PLN r/r przy porównywalnej rentowności (9,1% vs 8,9% rok wcześniej). Efektywna stawka podatkowa nadal była wysoka (22%), a zaraportowany zysk netto wyniósł 2,7 mln PLN (-18% r/r, 24,7% q/q) przy nie najwyższej marży 2,4%.

Pozytywnym elementem 1Q '14 r. było wykorzystanie załamania cen na rynku wieprzowiny do zakupu znacznej ilości surowca. Spółka zakupiła po dość niskich cenach wieprzowinę za blisko 30 mln PLN, a wydatek został pokryty faktoringiem (23,2 mln PLN) oraz środkami własnymi. Efektem tego jest znaczne zmniejszenie gotówki z 23,3 do 9,8 mln PLN na koniec marca br. Zakupiony surowiec pokrywa zapotrzebowanie na 2-3 miesiące produkcji, przy czym ok. połowa została już wykorzystana.

**Tab. Kwartały wyniki finansowe Tarczyńskiego w okresie 1Q'12- 2Q'14P r.**

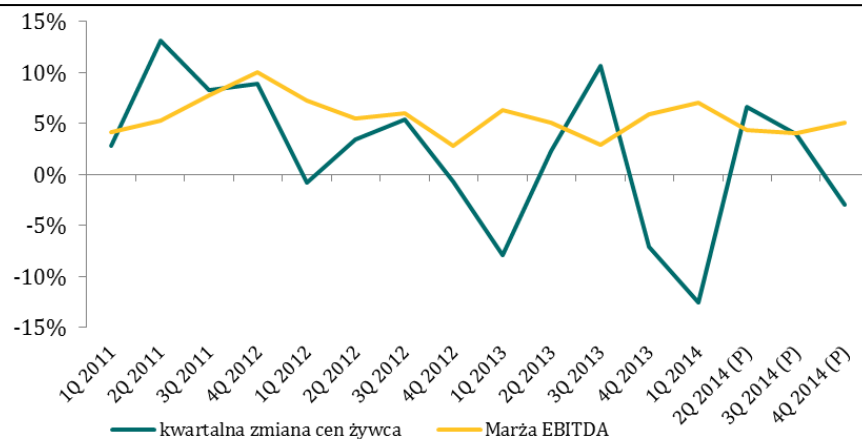
| (mln PLN)                              | IQ'12 | IIQ'12 | IIIQ'12 | IVQ'12 | IQ'13 | IIQ'13 | IIIQ'13 | IVQ'13 | IQ'14 | IIQ'14 P |
|----------------------------------------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|----------|
| przychody                              | 96,7  | 91,5   | 96,6    | 101,9  | 99,5  | 109,7  | 120,8   | 118,3  | 108,9 | 128,4    |
| zmiana r/r                             | -     | -      | -       | -      | 2,9%  | 19,9%  | 25,1%   | 16,0%  | 9,4%  | 17,0%    |
| EBITDA                                 | 7,9   | 7,8    | 7,1     | 10,5   | 8,9   | 7,3    | 7,1     | 9,7    | 8,9   | 7,3      |
| EBIT                                   | 4,9   | 4,8    | 4,1     | 7,4    | 5,7   | 3,9    | 3,5     | 4,3    | 5,7   | 3,9      |
| zysk netto                             | 2,5   | 2,3    | 1,8     | 4,2    | 3,2   | 2,1    | 1,8     | 2,1    | 3,2   | 2,1      |
| marża EBITDA                           | 8,1%  | 8,5%   | 7,4%    | 10,3%  | 8,9%  | 6,7%   | 5,9%    | 8,2%   | 8,1%  | 5,7%     |
| marża operacyjna                       | 5,1%  | 5,3%   | 4,2%    | 7,2%   | 5,7%  | 3,5%   | 2,9%    | 3,6%   | 5,2%  | 3,0%     |
| marża netto                            | 2,5%  | 2,6%   | 1,9%    | 4,1%   | 3,2%  | 1,9%   | 1,5%    | 1,8%   | 3,0%  | 1,7%     |
| przepływy z działalności operacyjnej   | 5,8   | 10,1   | 6,0     | 12,4   | 0,0   | 11,8   | 11,2    | 5,4    | -29,5 | -        |
| przepływy z działalności inwestycyjnej | -2,1  | -1,9   | -0,2    | -4,9   | -4,4  | -7,1   | -13,7   | -23,0  | -9,4  | -        |
| przepływy z działalności finansowej    | -4,1  | -8,3   | -5,3    | -8,9   | 4,8   | -3,9   | 41,5    | -0,1   | 25,3  | -        |

Źródło: Sprawozdania spółki

## Wyniki finansowe – ZM Henryk Kania

Ubiegły rok stał pod znakiem kontynuacji szybkiego rozwoju ZM Henryk Kania. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 54,8% do 605,7 mln PLN, głównie za sprawą rozwoju na terenie kraju (+46,9% r/r sprzedaż produktów, +475% r/r sprzedaż towarów i materiałów), gdzie spółka osiąga 93,6% swojej sprzedaży. Wysoka dynamika sprzedaży była skutkiem przyjęcia strategii rozwoju w nowoczesnych kanałach dystrybucji (m.in. podpisanie umowy z Jeronimo Martins pod koniec 2011 r.) przy zwiększaniu mocy produkcyjnych. Równocześnie dzięki nieco niższej dynamice kosztów operacyjnych – głównie zużycia materiałów i energii (+46,6% r/r, za sprawą optymalizacji produkcji), które odpowiadają za 75,8% kosztów – spółce udało się poprawić marżę ze sprzedaży z 3,73% do 4,08%. Oprócz korzystnych cen surowca i energii, na lepsze wyniki wpływały także koszty pracownicze. Choć wzrosły one o 34,1% to równocześnie liczba zatrudnionych w firmie zwiększyła się o 42,5% pod koniec 2013 r.

**Wyk. Zależność marży EBITDA od zmian kwartalnych cen żywca wieprzowego**



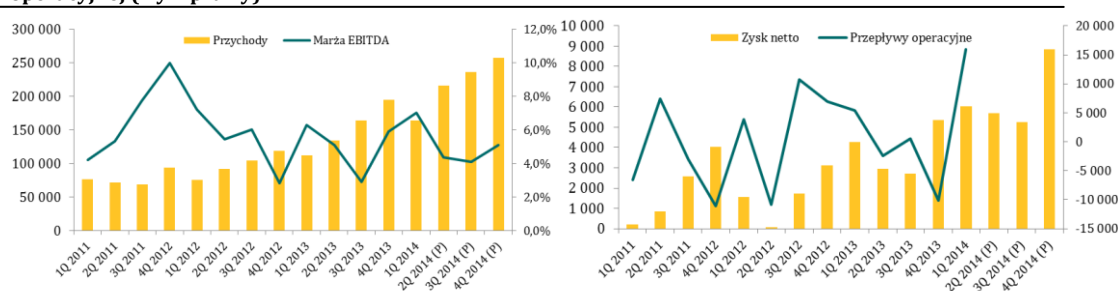
Źródło: Sprawozdania spółki, GUS, opracowanie BM BGŻ



Saldo z pozostałej działalności operacyjnej zmniejszyło wynik o prawie 1,1 mln PLN, a główną pozycją była strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych o wielkości 2,7 mln PLN. Na poziomie salda finansowego ZM Henryk Kania zanotował 9,9 mln PLN przychodów finansowych (+32,6% r/r), w tym 9,3 mln PLN odsetek od należności (+47,7% r/r) ze względu na wyższy, średnioroczny stan należności (120 mln PLN, +29,3% r/r), pomimo ich spadku w ostatnim kwartale ubiegłego roku do 86 mln PLN. Po stronie kosztów finansowych głównymi kosztami były faktoring (4,2 mln PLN, +33,5% r/r), odsetki od obligacji (3,6 mln PLN, +1% r/r) oraz odsetki od kredytów (2,7 mln PLN, -13,9% r/r). Łącznie koszty finansowe wyniosły 17,3 mln PLN (+23,8% r/r). Wyższa dynamika przychodów nad kosztami finansowymi spowodowała, iż dalszemu zwiększeniu uległ zysk brutto, który został podwojony w 2013 r. do 16,3 mln PLN. Ze względu na rozpoznanie odroczonego podatku dochodowego w wysokości 4,1 mln PLN obciążenie podatkowe w ubiegłym roku wyniosło tylko 1,01 mln PLN, efektywna stopa podatkowa spadła z 17,98% do 6,19%, a zysk netto wykazał dynamikę 135,5% i osiągnął wielkość 15,29 mln PLN (2,53% marża na poziomie zysku netto).

Pomimo znacznej poprawy zysku na poziomie netto, ze względu na spłatę ponad 73 mln PLN należności w 4Q'13 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były w całym roku ujemne i wyniosły -6,7 mln PLN. Biorąc jednak pod uwagę średni stan kapitału obrotowego ZM Henryk Kania znacząco poprawił cykl konwersji gotówki z 70 dni w 2012 r. do 39 dni w roku 2013. W tym samym czasie dodatnie były przepływy z działalności inwestycyjnej (4,6 mln PLN) oraz z działalności finansowej (2,2 mln PLN), na skutek czego stan gotówki w spółce zmienił się w ciągu ubiegłego roku o niecałe 0,2 mln PLN.

**Wyk. Przychody spółki i marża EBITDA (wyk. lewy) oraz zysk netto i przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (wyk. prawy)**



Źródło: Sprawozdania spółki.

## Wyniki finansowe 1Q '14 r.

Pierwszy kwartał bieżącego roku stał pod znakiem kontynuacji dotychczasowych trendów w wynikach. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 45,9% do 162,9 mln PLN. Dzięki dalszej optymalizacji procesów produkcyjnych w zakładach ZM Henryk Kania oraz utrzymującym się korzystnym (niskim) cenom surowca ponownie udało się poprawić marżę brutto ze sprzedaży z 5,39% do 5,98% w I kwartale. Jak w wynikach za cały 2013 r., była to głównie zasługa niższej dynamiki kosztów materiałów i energii (+31,9%) oraz kosztów pracowniczych (+13,2%) względem przyrostu sprzedaży. Saldo z pozostałej działalności było nieco powyżej zera (34 tys.), co podbiło marżę na poziomie EBIT do 6,0% względem 4,87% w analogicznym okresie roku ubiegłego (+79,8% r/r). Ujemne saldo z działalności finansowej wyniosło 2,8 mln PLN co było wartością większą o 0,3 mln PLN niż w 1Q'13. Ze względu na rozpoznany rok temu odroczonego podatek dochodowy: -1,3 mln PLN vs 1,0 mln PLN podatku w analizowanym okresie dynamika wyniku na poziomie netto była już niższa i wyniosła 41,3% r/r, a marża netto ukształtowała się w wysokości 3,68% (vs 3,8% rok temu).

**Tab. Kwartalne wyniki ZM Henryk Kania**

|                                        | IQ'12 | IIQ'12 | IIIQ'12 | IVQ'12 | IQ'13 | IIQ'13 | IIIQ'13 | IVQ'13 | IQ'14 | IIQ'14 P |
|----------------------------------------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|----------|
| przychody                              | 75,8  | 91,9   | 104,8   | 118,9  | 112,3 | 134,5  | 163,7   | 195,2  | 163,9 | 216,2    |
| zmiana r/r                             | -1,0% | 28,4%  | 52,5%   | 27,0%  | 48,1% | 46,4%  | 56,2%   | 64,2%  | 45,9% | 60,7%    |
| EBITDA                                 | 5,5   | 5,0    | 6,3     | 3,4    | 7,1   | 6,9    | 4,8     | 11,6   | 11,5  | 9,4      |
| EBIT                                   | 4,1   | 3,5    | 4,8     | 1,9    | 5,5   | 5,3    | 3,0     | 9,8    | 9,8   | 7,8      |
| zysk netto                             | 1,6   | 0,1    | 1,7     | 3,1    | 4,3   | 2,9    | 2,7     | 5,4    | 6,0   | 6,3      |
| marża EBITDA                           | 7,2%  | 5,5%   | 6,0%    | 2,8%   | 6,3%  | 5,1%   | 2,9%    | 5,9%   | 7,0%  | 4,4%     |
| marża operacyjna                       | 5,39% | 3,80%  | 4,63%   | 1,62%  | 4,87% | 3,92%  | 1,85%   | 5,04%  | 6,00% | 3,60%    |
| marża netto                            | 2,06% | 0,07%  | 1,65%   | 2,64%  | 3,80% | 2,18%  | 1,66%   | 2,75%  | 3,68% | 2,89%    |
| przepływy z działalności operacyjnej   | 3,9   | -10,8  | 10,7    | 7,0    | 5,4   | -2,4   | 0,6     | -10,1  | 16,0  | -        |
| przepływy z działalności inwestycyjnej | -1,0  | -2,0   | -5,6    | 0,2    | -0,6  | 6,0    | -0,6    | -0,2   | -0,4  | -        |
| przepływy z działalności finansowej    | -2,8  | 12,7   | -5,1    | -7,2   | -4,6  | -3,7   | 0,0     | 10,5   | -15,7 | -        |

Źródło: Sprawozdania spółki

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej po słabym IV kwartale ubiegłego roku, zanotowały znaczną poprawę i wyniosły 16 mln PLN, głównie za sprawą wyższego zysku netto i poprawy kapitału obrotowego, w tym głównie zwiększeniem poziomu zobowiązań o 6,6 mln PLN wobec ich spadku o 5 mln PLN rok wcześniej. Gotówka z działalności operacyjnej została przeznaczona na spłatę zadłużenia, przez co ponownie stan środków pieniężnych nie uległ większym zmianom na koniec 1Q'14.

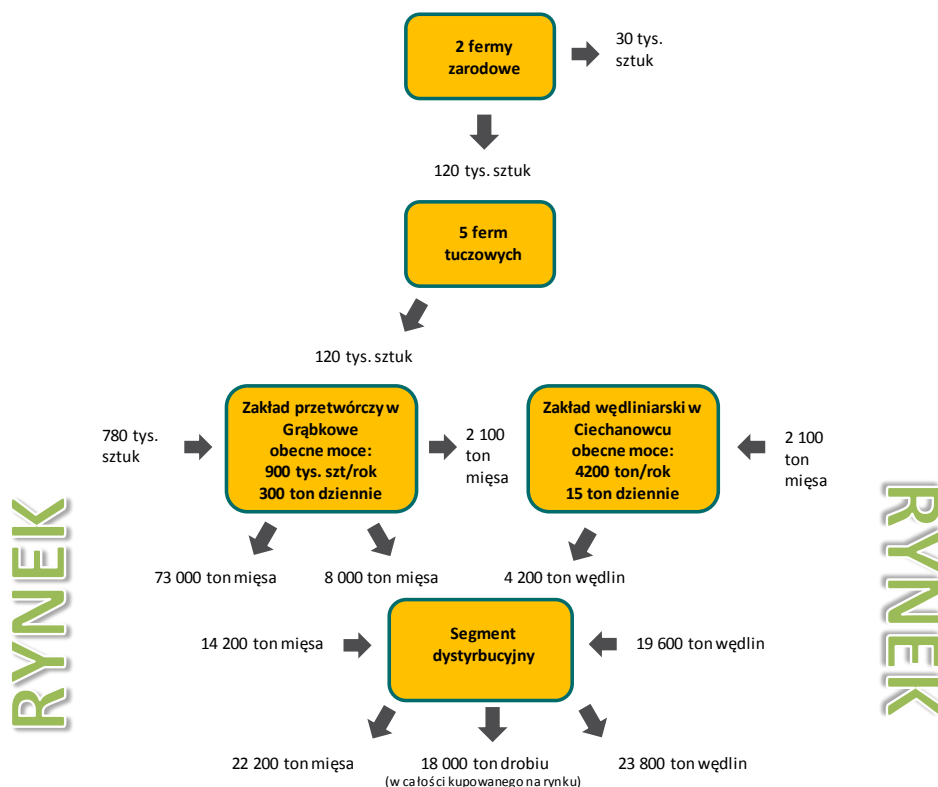


## Charakterystyka spółek

### Działalność operacyjna – Duda

Polski Koncern Mięсны Duda jest trzecim co do wielkości podmiotem na polskim rynku mięsa. Głównymi segmentami działalności spółki są przerób mięsa oraz handel hurtowy mięsem. W ramach produkcji PKM Duda skupuje, ubija i rozbiera mięso głównie wieprzowe, ale także w niewielkim stopniu wołowinę. W zakładzie produkcyjnym w Grąbkowie spółka posiada moce przerobowe na poziomie 1,2 mln sztuk rocznie (108 tys. ton), jednakże obecnie wykorzystywanych jest ok. 75% mocy, a celem produkcyjnym na rok 2014 jest przerób 900 tys. sztuk (80 tys. ton). Zakład w Ciechanowcu zajmuje się natomiast produkcją wędlin – jego maksymalne moce wytwórcze to ok. 35t/dobę, przy czym obecnie zakład posiada decyzję weterynaryjną na ok. 25t/dobę (6 tys. ton rocznie), z czego wykorzystywanych jest ok. 17,5 ton (4,2 tys. ton rocznie). Poprzez Hunter Wild grupa prowadzi działalność w zakresie skupu i przerobu dziczyzny. Surowiec do zakładu w Grąbkowie pozyskiwany jest w większości z rynku, ponieważ własna produkcja zaspokaja tylko ok. 15% zapotrzebowania segmentu przerobu.

Rys. Schemat przepływu surowca w GK PKM Duda

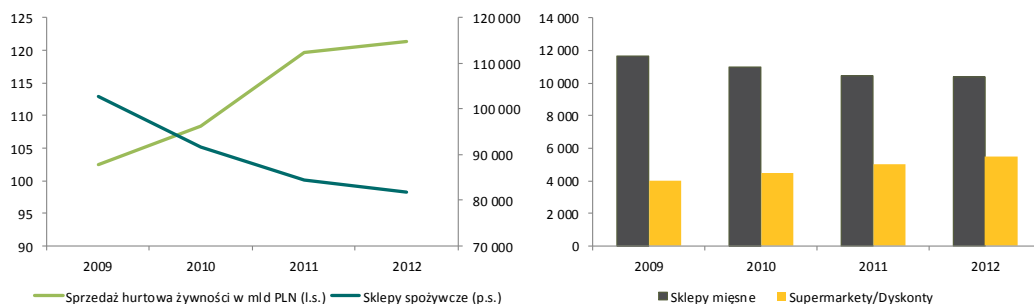


Źródło: BM BGZ na podstawie danych spółki

Handel hurtowy dokonywany jest poprzez oddział Makton i kierowany jest głównie na rynek w kanale tradycyjnym. Obok Bruno Tassi jest to największy na rynku polskim podmiot w segmencie handlu tradycyjnego mięsem. Makton jest m.in. największym dystrybutorem w tym kanale dla Animexu, Sokołowa albo Tarczyńskiego. spółka posiadając 9 hurtowni skupia się na działalności w obszarze województw wielkopolskiego, mazowieckiego, małopolskiego oraz śląskiego. Ponadto poprzez NetBrokers prowadzona jest internetowa platforma handlu dla firm z rynku rolno-spożywczego. Pod względem wolumenów segment ten sprzedaje rocznie ok. 64 tys. ton na co składa się ok. 18 tys. ton drobiu (w całości nabywanego na rynku), ok. 24 tys. ton wędlin (z czego 4,2 tys. pochodzi z Ciechanowca i jest to 100% produkcji tego zakładu) oraz ok. 22 tys. ton mięsa (8 tys. ton przerobu w Grąbkowie – resztę zakład ten sprzedaje do innych hurtowników lub producentów).

Analizując rynek hurtowy oraz detaliczny handlu mięsem dostrzegamy negatywną dla Dudy tendencję malejącego udziału tradycyjnego kanału dystrybucji oraz sprzedaży (coraz niższa liczba sklepów mięsnych i ogólnospożywczych) kosztem szybkiego rozwoju kanału nowoczesnego. Zwiększona konkurencja ze strony supermarketów oraz dyskontów a także wzrost znaczenia grup zakupowych i skracanie łańcucha dostaw przez producentów w kanale tradycyjnym oznacza zwiększoną presję na marże w segmencie handlu. Zgodnie z prognozami Euromonitor International liczba sklepów spożywczych w Polsce może spaść nawet o połowę w horyzoncie 2020 r., co stanowić będzie również presję na wyniki hurtowników w kanale tradycyjnym.

**Wyk. Handel hurtowy żywnością i liczba sklepów spożywczych (rys. lewy) oraz zestawienie liczby sklepów mięsnych i dyskontów w Polsce (rys. prawy)**



Źródło: BM BGŻ na podstawie danych GUS oraz Bionde Polska

Grupa prowadzi także własną hodowlę trzody chlewnej – obecnie w posiadaniu spółki są 2 fermy zarodowe produkujące ok 160 tys. warchlaków rocznie oraz 5 ferm tucznych produkujących ok 120-130 tys. sztuk żywca rocznie. Ponadto Duda zajmuje się także produkcją i sprzedażą zbóż oraz roślin oleistych. W ramach segmentu pozostałe znajdują się spółki powołane do sprzedaży nieruchomości nie związanych z podstawową działalnością, spółki „Bio” zostały stworzone w celu prowadzenia działalności z wykorzystaniem odnawialnych źródeł energii, a Tigra Trans zajmuje się obsługą logistyczną grupy. PKM Duda posiada także podmioty na Ukrainie produkujące żywca i zajmujące się jego ubojem oraz produkcją i sprzedażą wędlin pod marką Rosana. Ich głównym obszarem działalności są okolice Lwowa, rocznie biznes ten generuje ok. 60 mln PLN przychodów, a zadłużenie tych spółek wynosi ok. 12,5 mln UAH (ok. 3,25 mln PLN).

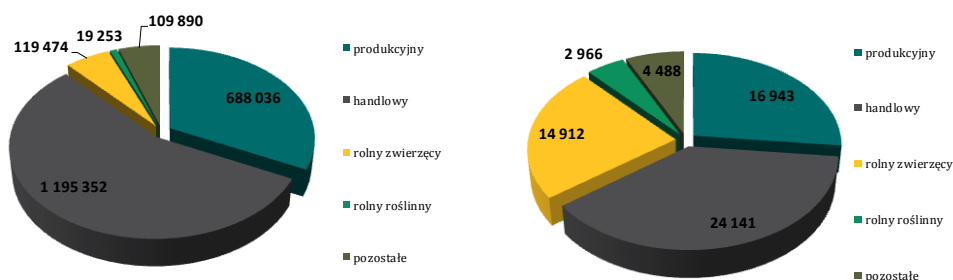
**Rys. Skład grupy kapitałowej PKM Duda**



Źródło: Prezentacja spółki

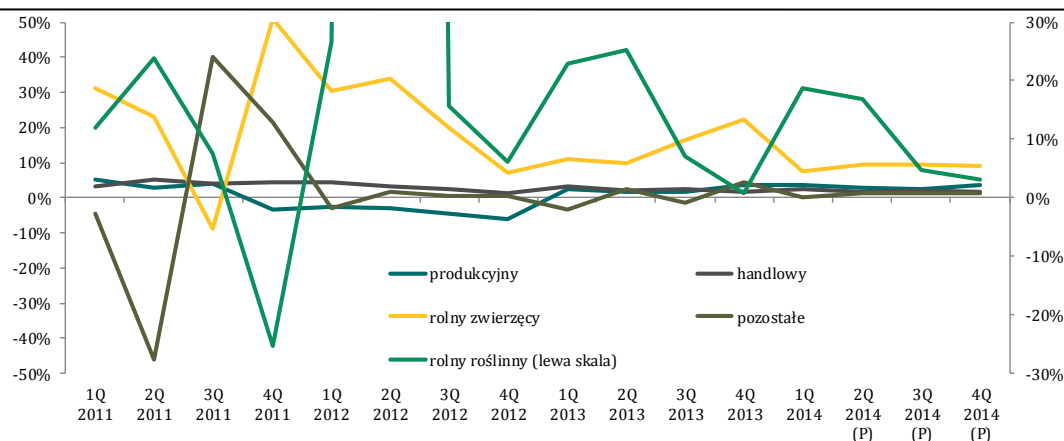
Ze względu na swój charakter za największą część przychodów odpowiada segment handlowy (56% łącznej wartości sprzedaży). Drugim największym segmentem jest produkcja z 32% udziałem. Podobnie jest pod względem wypracowanego wyniku operacyjnego, jednakże obserwujemy tu równiejszy podział – za 38% zysku odpowiada handel, 26,7% generuje produkcja, a 23,5% segment rolny zwierzęcy. Segmenty rolne cechują się wyższą, aczkolwiek bardziej zmienną marżą, podczas gdy handel i produkcja notują stosunkowo stabilne ale bardzo niskie rentowności.

Wyk. Podział przychodów (wyk. lewy) oraz wyniku operacyjnego (wyk. prawy) wg segmentów w 2013 r.



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów spółki

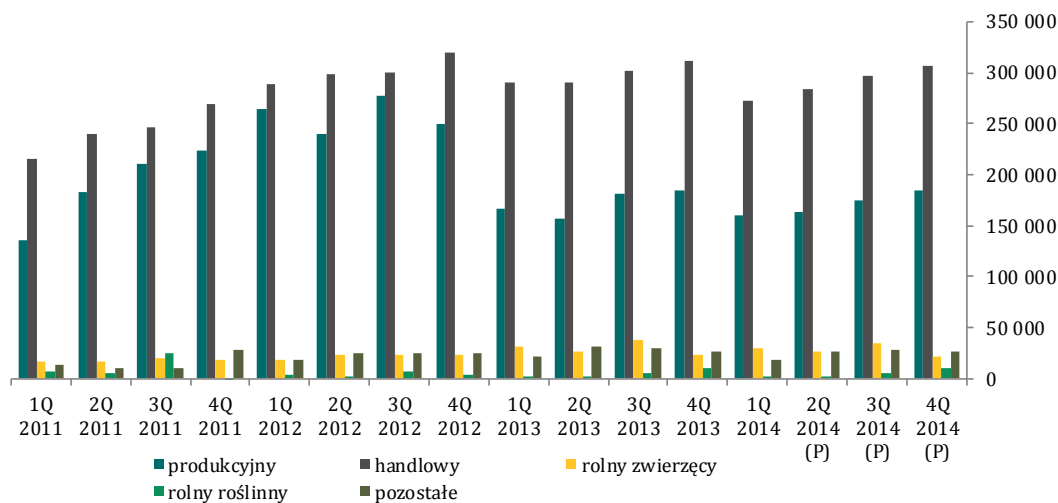
Wyk. Marże operacyjne segmentów



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów spółki

Poniższy rysunek pokazuje, wpływ zmiany strategii oraz warunków rynkowych na przychody generowane przez PKM Duda. Do końca 2012 r. obserwowaliśmy dynamiczny wzrost sprzedaży, zgodnie ze strategią maksymalizacji wolumenów i wykorzystywania efektów skali. Segment produkcji po znacznych wzrostach cen żywca w 2011 r., w roku 2012 nie był rentowny, dlatego zarząd postanowił kosztem dalszego zwiększania przychodów poprawić marże, co poskutkowało znacząco poprawą wyniku operacyjnego. Ze względu na rosnącą konkurencję na rynku stagnację obrotów notuje segment handlowy.

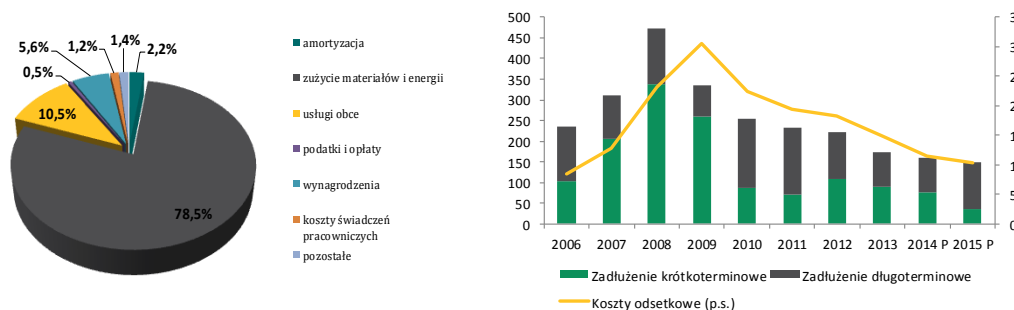
### Wyk. Przychody wg segmentów



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów spółki

Najważniejszym składnikiem kosztów dla Spółki jest zużycie materiałów i energii – dla segmentu produkcyjnego są to koszty zakupu żywca, a dla segmentów rolniczych koszty surowców. Drugim najważniejszym elementem są usługi obce, których głównym elementem jest outsourcing zatrudnienia (np. w zakładzie w Ciechanowcu).

### Wyk. Podział kosztów rodzajowych w 2013 r. (wyk. lewy) oraz zadłużenie spółki w mln PLN (wyk. prawy)



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów spółki

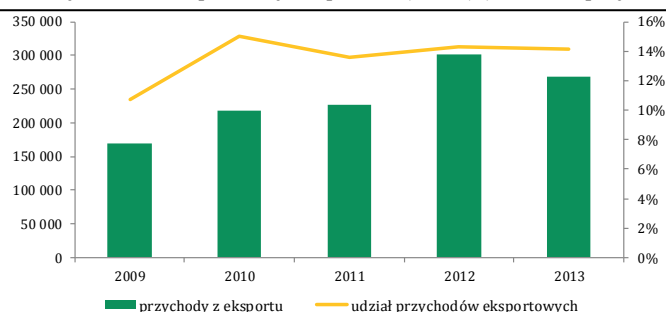
Jednym z ważniejszych elementów przy analizie PKM Duda jest poziom zadłużenia. Na skutek strat poniesionych na opcjach oraz kryzysu w gospodarce zadłużenie znacząco wzrosło w 2008 r., spółka przeprowadziła jednak program naprawczy (m.in. emisja akcji dla banków, sprzedaż części aktywów), co pozwoliło na uniknięcie upadłości. Nowa strategia uchwalona pod koniec 2012 r. przyczyniła się do poprawy rentowności i przepływów operacyjnych umożliwiając dalszą redukcję zadłużenia oraz jego kosztów, które pomimo znacznego spadku w ostatnich latach ciągle stanowią istotne obciążenie wyniku. W ubiegłym roku koszty odsetkowe stanowiły prawie 30% wypracowanego rezultatu EBITDA.

W celu dalszego zmniejszenia długu spółka może pokusić się m.in. o dalszą sprzedaż nieruchomości – po 1Q'14 wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych wynosiła 41,06 mln PLN, a wartość gruntów prezentowana pod koniec 2013 r. była na poziomie 69,8 mln PLN. W swoich wypowiedziach prezes spółki sugerował także możliwość sprzedaży jednego z biznesów, prawdopodobnie związanego z wołowiną. Obecnie spółka prowadzi negocjacje z

bankami w celu dalszej restrukturyzacji zadłużenia i wydłużenia okresu spłaty kredytu konsorcyjnego w celu zwiększenia możliwości inwestycyjnych po latach koncentracji na obsłudze zadłużenia.

Z drugiej strony PKM Duda przygląda się także możliwościom konsolidacji branży. Do końca 2012 r. zarząd miał możliwość realizacji uchwały emisji o maksymalnej wartości 208,5 mln PLN w celu sfinansowania potencjalnej akwizycji, jednakże ze nie doszła ona do skutku. Pod koniec czerwca PKM Duda opublikował opóźnioną informację dotyczącą wygaśnięcia listu intencyjnego w sprawie połączenia ze spółką Bruno Tassi – jednym z większych dystrybutorów mięsa, wędlin i drobiu posiadający 24 hurtownie na terenie całego kraju. Planowana transakcja miałaby się odbyć poprzez przeniesienie aktywów Bruno Tassi w zamian za objęcie emisji akcji PKM Duda. Obecnie spółka zależna – Agro Duda została dopuszczona, jako jeden z sześciu zainteresowanych, do drugiego etapu w procesie prywatyzacji PPH Ferma-Pol. Podmiot ten produkuje rocznie 40 tys. sztuk tuczniaka oraz 12 tys. ton pasz, a także 4 tys. ton zbóż i rzepaku. W 2013 r. Ferma-Pol wygenerował 21,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-4,6% r/r) uzyskując 58,3 tys. PLN zysku netto (+57,5% r/r) i 0,3% marży netto, tym samym ewentualne przejęcie nie wpłynęłoby znacząco na wyniki PKM Duda.

**Wyk. Wartość sprzedaży eksportowej oraz jej udział w przychodach.**



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów spółki.

Widoczną część przychodów PKM Duda generuje poprzez sprzedaż na rynkach zagranicznych. Od kilku lat udział eksportu oscyluje wokół 15%. W 2013 r. najważniejszymi kierunkami były Włochy z prawie 30% udziałem w eksporcie, Holandia (19%) oraz Niemcy (11,7%). Kraje Europy Zachodniej zanotowały znaczne wzrosty sprzedaży kosztem rynków Europy Wschodniej (Białorus, Ukraina, Rosja) oraz Azji (Turcja, Chiny, Korea Południowa).

## Działalność operacyjna – Tarczyński

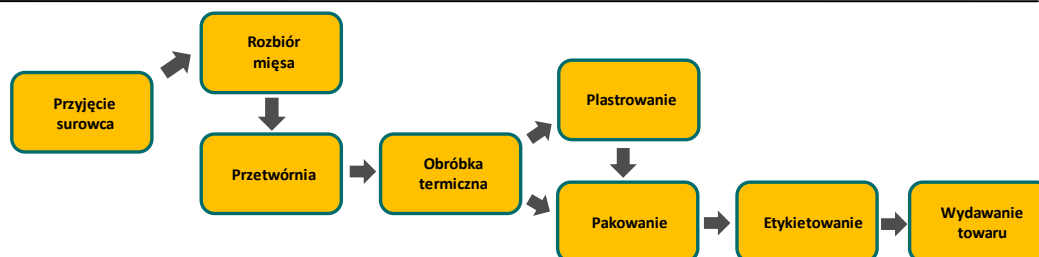
Grupa Tarczyński swoją działalnością operacyjną obejmuje przetwórstwo mięsa wieprzowego i drobiowego oraz sprzedaż i dystrybucję wytwarzanych wyrobów mięsno-wędliniarskich. Obecnie Grupa specjalizuje się w segmencie Premium (produkty wysoko przetworzone, np. kabanosy oraz inne wędliny suche i podsuszane), gdzie lokuje produkty pod marką Tarczyński oraz Dobrosława. Łącznie w ofercie spółki znajduje się blisko 500 różnych przetworów mięsno-wędliniarskich, przy czym najbardziej rozpoznawalne produkty to Kabanosy Extra i Exclusive, Wędliny z Fileta oraz Wędliny z Kotła.

Historia Grupy sięga lat 90 ubiegłego wieku, kiedy to obecny Prezes Jacek Tarczyński wraz z małżonką utworzyli Zakład Przetwórstwa Mięsnego Jacek Tarczyński w Sułowie. Od 2004 roku przedsiębiorstwo działa jako spółka akcyjna pod nazwą Tarczyński S.A., a wszystkie wyemitowane akcji objęli dotychczasowi właściciele. Rok później poprzez zawiązaną spółkę Dobrosława sp. z o.o. z siedzibą w Sławie, w której 100% udziałów objęła spółka, przejęto spółdzielnię Dobrosława wraz z całą infrastrukturą produkcyjną oraz nieruchomościami. Nowopowstała firma, uzupełniła ofertę sprzedaży o nowe produkty. W roku 2007 roku dzięki otrzymanym dotacjom z UE, spółka zakończyła budowę nowoczesnego zakładu produkcyjnego w Ujeźdźcu Małym, który przyczynił się do szybkiego wzrostu produkcji. W ramach konsolidacji rynku przetwórstwa mięsnego, spółka w 2010 roku nabyła wszystkie udziały spółki Starpeck sp. z o.o. z siedzibą w Bielsku Białym. Natomiast już rok później nastąpiło połączenie wcześniej przejętych spółek, poprzez przeniesienie całego majątku na Tarczyński S.A. W tym samym roku podjęto decyzję dotyczącą rozbudowy zakładu produkcyjnego w Ujeźdźcu Małym oraz zintensyfikowano działania

marketingowe. Natomiast w 2013 roku spółka zadebiutowała na GPW (18 czerwca), dzięki czemu pozyskała kapitał 45 mln PLN. Według zapowiedzi, kwota 40 mln PLN została przeznaczona na finansowanie rozbudowy zakładu w Ujeźdźcu Małym, a pozostała część – po skorygowaniu o koszty emisji – zwiększyła kapitał z tytułu nadwyżki z emisji akcji. Obecnie Państwo Tarczyńscy pośrednio posiadają 47,13% udziału w strukturze akcjonariatu, przy czym ich łączny udział w liczbie głosów na WZA wynosi 58,19%.

W przeciwieństwie do wielu innych przetwórców mięsnych, spółka nie prowadzi hodowli zwierząt jak również uboju oraz nie planuje rozpoczęcia wspomnianej działalności. Tym samym nadal zamierza koncentrować się na rozbiórce zakupionego mięsa a następnie produkcji wysoko przetworzonych produktów, gdyż to na tym etapie występuje najwyższa wartość dodana. Schemat produkcyjny Grupy Tarczyński obejmuje rozbiór zakupionego mięsa, a następnie jego obróbkę termiczną oraz przygotowanie do dystrybucji.

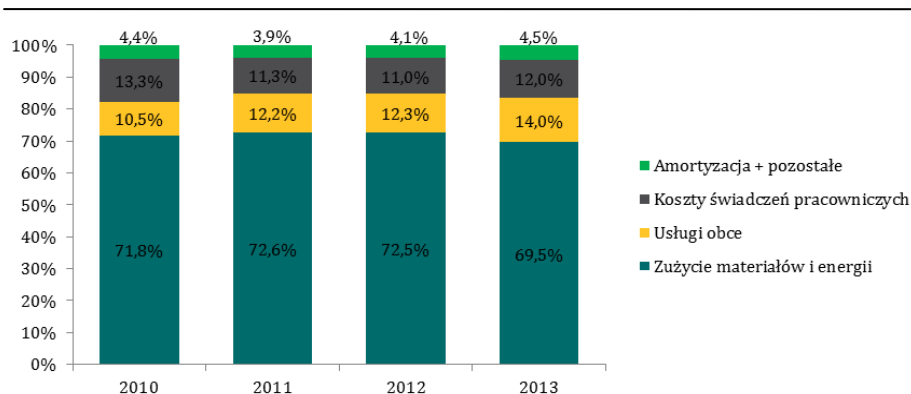
**Rys. Ogólny schemat procesu produkcji w Grupie Tarczyński**



Źródło: Prospekt emisyjny spółki

Niemal 70% kosztów ogółem stanowi koszt zakupu surowca wraz z wszelkimi dodatkami (przyprawy, opakowania, media) z czego ok. 70% tego stanowi sam surowiec (80% wieprzowina, 20% drób). Usługi obce stanowią ok. 14%, na które składają się między innymi: usługi logistyczne, marketingowe, usługi utrzymania czystości w zakładach itp. Prawie 12% kosztów ogółem stanowią wynagrodzenia, a w pozostałych 4% zawierają się wszelkie inne koszty w tym amortyzacja. Zatem ok. 65-70% kosztów ogółem to surowce, które podlegają cyklicznym wahaniom cenowym (tzw. świński cykl), ale także szybko reagują na sytuację rynkową (np. choroby zwierząt, nieurodzaj zbóż). Choć ceny na polskim rynku mięsa są mocno skorelowane z cenami światowymi, Tarczyński blisko 50% surowca zakupuje poza granicami kraju (Europa Zachodnia – w szczególności Niemcy, Holandia, Belgia) dzięki czemu w pewnym stopniu dokonuje dywersyfikacji zaopatrzenia, a dodatkowo otrzymuje możliwość zakupu jednorodnego towaru o wysokiej jakości.

**Wyk. Struktura kosztów rodzajowych w latach 2010-2013**



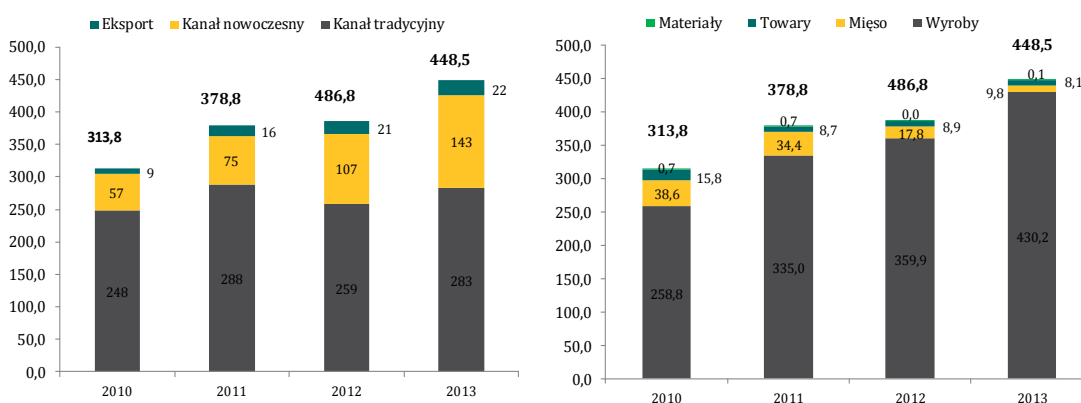
Źródło: Sprawozdania spółki

Z importem surowca wiąże się ryzyko walutowe, przed którym jednak Spółka zabezpiecza się kontraktami forward. W stosunku do 2H 2013 roku obecnie kurs PLN jest o kilka procent mocniejszy, co pozytywnie przekłada się na możliwości zakupowe polskich importerów w tym także Spółki. Co więcej, wg prognoz makroekonomicznych Banku BGŻ w ciągu najbliższego roku PLN nadal będzie się umacniał w stosunku do EUR. Dodatkowo zaistniała w

1H br. obniżka cen mięsa spowodowana AFS i embargiem na Wschód, stworzyła dla Spółki okazję do zakupu tańszego surowca, co z pewnością przełoży się pozytywnie na marżę Spółki w 2Q jak i wpłynie in plus na marżowość drugiego półrocza 2014 r.

Produkcja odbywa się w trzech zakładach zlokalizowanych w południowo-zachodniej części kraju. Główny zakład, który jest jednocześnie jednym z najnowocześniejszych tego typu w Europie, znajduje się w Ujeźdźcu Małym i to właśnie tam odbywa się niemal cała produkcja asortymentu segmentu Premium, który stanowi ok. 66% w sprzedaży Grupy. Dobowa moc tego zakładu wynosi obecnie ok. 50 ton gotowych produktów (wcześniej 70 ton: 50 ton wyrobów przetworzonych oraz 20 ton mięsa) i już po pięciu latach od rozpoczęcia produkcji (zakład uruchomiono w 3Q 2007 r.) jego zdolności produkcyjne były wykorzystywane w ponad 95%. Skutkowało to decyzją o rozbudowie, która docelowo zwiększy moce do 100 ton. Dodatkowo, prawdopodobnie w 4Q 2014 roku zostaną tam uruchomione dwie nowe linie produkcyjne produktów segmentu Premium. Drugim zakładem zlokalizowany jest w Sławie i posiada dzienne zdolności produkcyjne na poziomie 40 ton (30 ton wyrobów gotowych oraz 10 ton mięsa). Tarczyński objął tę przetwórnę w związku z przejęciem spółki Dobrosława sp. z o.o. w 2011 roku. Zakład ten posiada blisko 60-letnią tradycję i produkuje blisko 140 asortymentów m. in.: kiełbasy, pieczenie oraz wędzonki oparte na wieprzowinie i drobiu (dystrybucja tylko na terenie Polski). Trzeci zakład znajduje się w Bielsku Białej i posiada możliwość produkcji ok. 30 ton wyrobów gotowych dziennie. Zakład znalazł się w Grupie w wyniku przejęcia przez Spółkę przedsiębiorstwa Starpeck Sp. z o.o. Pierwotnie rozpoczął działalność w 1989 roku, a obecnie w jego posiadaniu jest nowoczesna i zarazem unikalna linia produkcyjna, która pozwala na produkcję licznych produktów klasy Premium (dystrybucja na terenie Polski jak i na rynki europejskie).

**Wyk. Struktura sprzedaży wg formy dystrybucji (wyk. lewy) oraz wg głównych produktów (wyk. prawy)**



Źródło: Sprawozdania Spółki

Produkty Grupy rozprowadzane są w trzech kanałach dystrybucji: tradycyjnym, nowoczesnym oraz poprzez eksport. W długim terminie, docelowo udział każdego z nich powinien zmierzać do 1/3. Obecnie kanał tradycyjny nadal dominuje posiadając 63% udział w sprzedaży w 2013 roku. W ramach tego kanału Spółka dostarcza swe produkty do kilku tysięcy sklepów detalicznych oraz hurtowników, a największymi klientami są: Piotr i Paweł, Alma, Staropolskie Wędliny oraz PKM Duda. Niemniej już od kilku lat dostrzegany jest trend w postaci stopniowego zwiększania udziału kanału nowoczesnego w dystrybucji Spółki, co umożliwiło dynamiczne zwiększanie przychodów w ostatnich latach. Jeszcze w 2010 roku udział ten wynosił 18%, kiedy trzy lata później wzrósł do 30%, przy czym nominalnie przychody w segmencie nowoczesnym wzrosły w podanym okresie ponad 2,5-krotnie z 57 mln PLN do 143 mln PLN. W przypadku kanału tradycyjnego przyrost wyniósł zaledwie 35 mln PLN. Kanał nowoczesny obejmuje sieci sklepów wielkopowierzchniowych w tym także dyskonty, a największymi odbiorcami jest Lidl, Tesco, Real (Auchan) oraz Kaufland. Koniecznym odnotowania jest fakt zawarcia w marcu 2013 roku umowy o współpracy na czas nieokreślony z siecią Lidl, która stała się w ubiegłym roku głównym odbiorcą Grupy (14% wartości obrotów ogółem w 2013 roku; prognozy 25-30% w 2014 r.). Sieć sklepów Lidl na rynku dyskontów ustępuje wyłącznie Biedronce, dodatkowo zakłady produkcyjne Spółki (Ujeździec Mały oraz Sława) zlokalizowane

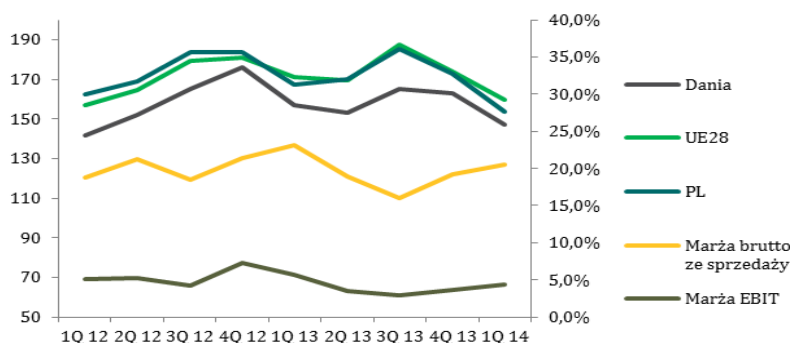
są w promieniu zaledwie 100 km od centrum dystrybucyjno-logistycznego Lidla w Legnickim Polu (dla województw: dolnośląskiego, opolskiego oraz lubuskiego), co pozwala obniżyć Spółce koszty usług obcych, a w szczególności transportu oraz logistyki. Zachodzącą zmianę w strukturze dystrybucji Grupy oceniamy bardzo dobrze. Wpisuje się ona w ogólnorynkowy trend ekspansji sieci handlowych, a w szczególności sieci dyskontowych i ich udziału w handlu mięsem. Wg raportu firmy badawczej PMR<sup>1</sup>, postępujący od kilku lat spadek liczby sklepów ogólnospożywczych w Polsce na rzecz sklepów w większych formatach potrwa jeszcze przynajmniej kilka lat. Niemniej Spółka nie zamierza lekceważyć tradycyjnej formy dystrybucji, gdzie nadal osiąga wysokie marże.

Należy również odnotować, iż w okresie 2010-2013 ponad dwukrotnie (z 9 mln PLN do 22 mln PLN) wzrosła nominalnie sprzedaż poza granice kraju, która z reguły jest najwyższą ze wszystkich form dystrybucji (biorąc pod uwagę sprzedaż poprzez pośredników). Jednakże nadal kanał ten stanowi bardzo mały udział w przychodach ogółem - w ubiegłym roku stanowił on 4,9%. Państwami docelowymi dla produktów są kraje Europy Zachodniej między innymi Niemcy, Anglia, Irlandia oraz Holandia, czyli kraje z dużymi ośrodkami polonijnymi. To właśnie w tym kierunku w przyszłości Spółka zamierza rozwijać sprzedaż. Samodzielne lokowanie produktów mięsnych na rozwiniętych rynkach zachodnich jest bardzo trudne z uwagi na znaczne lobbowanie spożywania lokalnych produktów oraz wyjątkowo różnorodne upodobania konsumentów. Aby nie podejmować zbędnego ryzyka, Spółka dzięki współpracy z siecią Lidl otworzyła sobie furtkę do zwiększania sprzedaży zagranicznej, poprzez wystawianie produktów w zagranicznych placówkach sieci w ramach tygodni tematycznych. Dodatkowo Grupa nie ponosi z tej racji kosztów marketingowych, gdyż sprzedaż odbywa się pod marką własną sklepu. Należy przy tym zaznaczyć, że zachodni konsumenci o wiele częściej wybierają marki własne sklepów, które nie ustępują jakością innym markom a przy tym są z reguły tańsze. Jedynym minusem powyższej współpracy jest brak promocji marki Tarczyński. Dodatkowo warto zauważyć, iż dotychczas Grupa nie wchodziła w relacje handlowe z krajami ze wschodu Europy, a tym samym bezpośrednio nie dotyczą jej konflikt na Ukrainie oraz embargo ze strony Rosji na mięso.

Analizując przychody w podziale na główne produkty, w ubiegłym roku ponad 93% przychodów wygenerowała sprzedaż wyrobów mięsno-wędliniarskich. Natomiast malejący udział segmentu mięso w przychodach (w 2010 r. 38,6 mln PLN; w 2013 r. 9,8 mln PLN), potwierdza zapowiadane zaniechanie rozwijania tego segmentu, a co za tym idzie intensyfikacji produkcji i sprzedaży wyrobów przetworzonych, gdzie występują najwyższe marże.

Z roku na rok Grupa Tarczyński dynamicznie zwiększa swoje przychody – w roku 2013 był to przyrost rzędu 16% r/r. W poprzednich latach duży wpływ na wzrost sprzedaży miało zwiększenie zdolności produkcyjnych poprzez budowę nowego zakładu oraz przejęcia innych przedsiębiorstw. Natomiast obecnie głównym motorem wzrostu jest zwiększanie udziału kanału nowoczesnego w dystrybucji produktów, który jest możliwy dzięki licznym działaniom marketingowym, a co za tym idzie rosnącej sile marki Tarczyński. Znacznym ograniczeniem są moce produkcyjne w głównym zakładzie, jednakże zakończenie jego rozbudowy w 4Q 2014 roku, pozwoli rozpocząć produkcję od początku 2015 roku.

**Wyk. Marże Tarczyński S.A. na tle cen mięsa wieprzowego klasy E w krajach UE w latach 2012-2013 (EUR/100kg)**



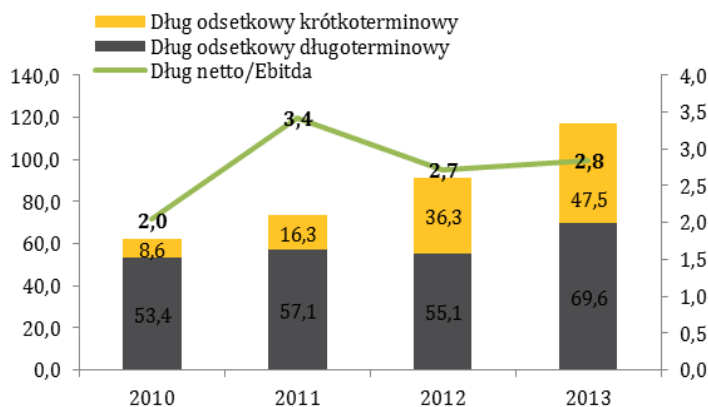
Źródło: Opracowanie własne na podstawie IRGŻ

<sup>1</sup> Raport „Handel detaliczny artykułami spożywczymi w Polsce 2014. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2014-2019”



Spółka jest wyłącznie przetwórcą mięsa, a więc jej wyniki są ściśle uzależnione od cen surowca. Tarczyński uzyskuje wyższe marże, kiedy podaż wieprzowiny jest duża a ceny surowca spadają. Ceny wieprzowiny w bieżącym roku są zdecydowanie poniżej ubiegłorocznych poziomów, co implikuje bardzo korzystną sytuację dla Spółki, która powinna osiągnąć w tym czasie wysokie marże. Wyniki Grupy nie charakteryzują się znaczną sezonowością, jednakże na wyniki 1Q bądź 2Q często ma wpływ okres wielkanocny, kiedy Polacy zwiększają ilość zakupywanych produktów mięsnych – szczególnie z segmentu Premium.

#### Wyk. Struktura długu odsetkowego w latach 2010-2013



Źródło: Sprawozdania spółki

Grupa Tarczyński korzysta w znacznym stopniu z finansowania zewnętrznego – w latach 2010-2013 wskaźnik zadłużenia ogółem wahał się między 0,6 a 0,7 przy czym na koniec 2013 roku wyniósł on 0,65. Co więcej, spółka w okresie 2010-2013 roku zwiększyła swoje zadłużenie odsetkowe blisko dwukrotnie, co było związane głównie z rozpoczęciem rozbudowy zakładu w Ujeźdźcu Małym oraz wykupem akcji własnych od OPERA FIZ (2012 rok). Zwiększony poziom

zadłużenia jest wymagany przez poczynione inwestycje, a tym samym jest to okres przejściowy. Niemniej nadal wskaźniki zadłużenia pozostają na umiarkowanie bezpiecznym poziomie, a spółka efektywnie wykorzystuje efekty dźwigni finansowej. Pod koniec 2013 r. wskaźnik długu netto do EBITDA wynosił 3x, co jest zgodnie z docelowym poziomem zakładanym przez zarząd.

Natomiast w przypadku kapitału obrotowego netto należy odnotować, iż wzrósł on w pierwszym kwartale z 26,3 do 64,4 mln PLN na co główny wpływ miało zwiększenie zapasów. Nie wynikało to jednak z problemów ze sprzedażą produktów, lecz poczynionych zakupów surowca po okazyjnych cenach, których obniżka spowodowana była rosyjskim embargiem oraz wykryciem ognisk ASF.

Spółka w ramach programu inwestycyjnego 2011-2014 przeprowadza inwestycje w majątek trwały na łączną kwotę 66,5 mln PLN. Głównym elementem programu jest rozbudowa zakładu w Ujeźdźcu Małym (65 mln PLN), polegająca na budowie nowej hali produkcyjnej wraz z wyposażeniem w wyspecjalizowane urządzenia do produkcji wędlin oraz rozszerzenie powierzchni produkcyjnej w obszarze przyjęcia, przechowywania surowca i ekspedycji. Efektem tego dobowe zdolności produkcyjne zakładu zwiększą się docelowo o 100% (z 50 ton do 100 ton) poprzez stopniowe dostawianie kolejnych modułów (np. wędzarnie, komory dojrzewalnicze) wraz ze wzrostem sprzedaży. Powiększanie zakładu to kluczowy czynnik rozwoju spółki, gdyż już w 2012 w Ujeźdźcu Małym wykorzystywano ponad 95% mocy produkcyjnych. Łączny koszt rozbudowy to 58 mln PLN, przy czym do tej pory spółka wydała już ok. 44 mln PLN. Inwestycja jest finansowana przede wszystkim środkami z ubiegłorocznej emisji akcji (40 mln PLN), środkami własnymi (10 mln PLN) a także dotacją ARiMR (14,5 mln PLN), której wypłata jest uzależniona od terminu uzyskania pozwolenia na użytkowanie rozbudowanej części zakładu (wymagany termin to 25 października 2014 r.). W związku z ryzykiem niedotrzymania terminu, spółka na początku lipca br. poinformowała o rozwiązaniu umowy z głównym wykonawcą, a tym samym przejęciu robót budowlanych przez głównego menagera projektu (podobna sytuacja wynikała również w początkowej fazie projektu; w poprzednim przypadku konflikt zakończył się ugodą, która kosztowała spółkę 3,2 mln PLN). Przejęcie robót nie trwało długo, a w połączeniu z ich obecną większą sprawnością oraz mniejszym stopniem trudności (głównie roboty wykończeniowe) zmniejsza prawdopodobieństwa niedotrzymania terminu (obecnie wykonane zostało już 70-80% wszystkich robót). Według spółki zakończenie procesu inwestycyjnego nastąpi w przewidywanym terminie, dlatego też w naszej wycenie zakładamy otrzymanie pełnej dotacji, co nastąpi najprawdopodobniej w 2Q 2015 roku (możliwe jest także otrzymanie dotacji w formie dwóch rat w kwocie 3,5 mln PLN – 3Q lub 4Q '14 r. oraz 11 mln PLN w 2Q '15 r. o co wnioskowała Grupa). W naszej opinii spółka nie jest narażona na dodatkowe koszty związane z

rozwiązaniem wspomnianej współpracy, dzięki konstrukcji umowy z PTB Nickel, w której po zapłacie za dotychczasowo wykonane etapy budowy, wszelkie inne roszczenia są bezzasadne.

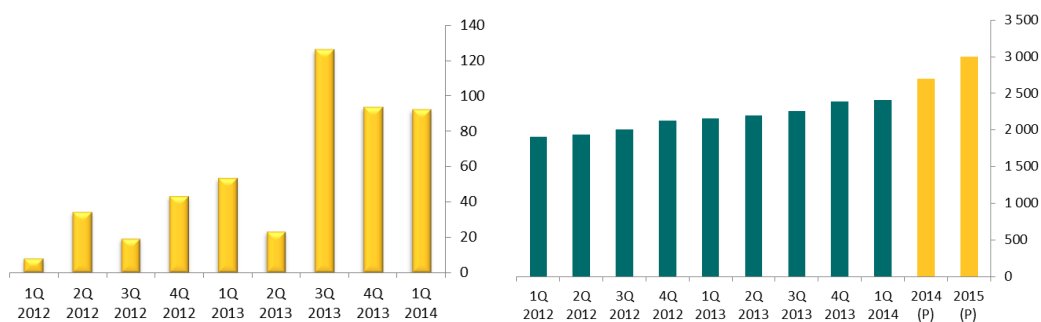
Pozostała kwota 1,5 mln PLN została przeznaczona na prace modernizacyjne zakładu w Sławie (m. in. modernizacja instalacji chłodniczej, maszynowni oraz stacji uzdatnia wody), co umożliwiło zmniejszenie kosztów operacyjnych w Grupie o 0,3 mln PLN rocznie. Dodatkowo obecnie prowadzone są prace obejmujące budowę systemu kanalizacji w zakładzie w Bielsku- białej (koszt 0,7 mln PLN), które również pozwolą na obniżenie kosztów operacyjnych (utyliczacja ścieków).

## Działalność operacyjna – ZM Henryk Kania

ZM Henryk Kania dzięki konsekwentnie realizowanej strategii rozwoju polegającej na koncentracji sprzedaży w nowoczesnych kanałach dystrybucji jest jednym z dynamicznie rozwijających się podmiotów na rynku producentów wyrobów mięsnych w Polsce. Spółka z siedzibą w Pszczynie zajmuje się głównie przetwórstwem mięsa i produkcją wędlin oraz kiełbas. Zakład w Pszczynie został w 1992 r. wykupiony przez Przedsiębiorstwo Wielobranżowe prowadzone przez Henryka Kanię. W dniu 21 listopada 2011 r. p. Henryk Kania jako jedyny akcjonariusz Zakładów Przetwórstwa Mięsnego Henryk Kania S.A. podpisał umowę inwestycyjną z będącą na giełdzie IZNS Ława S.A. Polegała ona na nabyciu 26,15% akcji ZPM Henryk Kania S.A w zamian za 65,95% akcji IZNS Ława, dzięki czemu spółka p. Henryka Kani mogła wejść na giełdę. 21 marca 2012 r. nastąpiła zmiana nazwy notowanego podmiotu IZNS Ława na ZM Henryk Kania. Dzięki kolejnej warrantów subskrypcyjnych ZM Henryk Kania, czyli dawna IZNS Ława stała się właścicielem 100% udziałów w ZPM Henryk Kania. Następnie w dniu 31 grudnia 2012 r. zarejestrowane zostało połączenie spółek ZPM Henryk Kania oraz ZM Henryk Kania. W spadku po IZNS Ława, ZM Henryk Kania posiada obecnie 1 mln akcji notowanego na GPW Powszechnego Towarzystwa Inwestycyjnego. Równocześnie PTI posiadało pod koniec 2013 r. 3,368 mln akcji ZM Henryk Kania. Intencją spółki jest w przyszłości wymiana posiadanych akcji PTI na akcje własne.

Jednym z głównych czynników stojących za szybkim rozwojem spółki w ostatnich latach jest silny rozwój sprzedaży w kanale nowoczesnym ze szczególnym uwzględnieniem dyskontów.

### Wyk. Szacowana, kwartalna wartość obrotów realizowanych z Jeronimo Martins (wyk. lewy) oraz historyczna i planowana liczba sklepów Biedronka na terenie Polski (wyk. prawy)



Źródło: BM BGŻ na podstawie raportów i prezentacji spółek

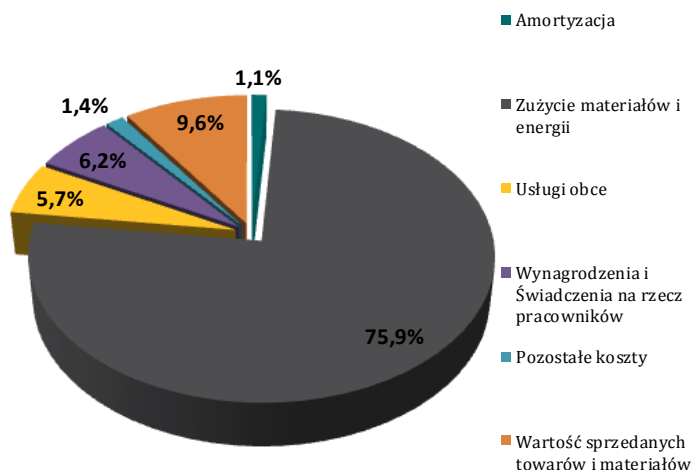
Współpraca z sieciami handlowymi pozwala spółce dążyć do jak najwyższej efektywności produkcji, co w najbliższym okresie pozwoli jej na stały i dynamiczny wzrost przychodów oraz wyraźne poprawienie marżowości produkowanych wyrobów mięsnych. W październiku 2011 r. spółka podpisała umowę na dostawę produktów do sieci dyskontów Biedronka, która szybko stała się jednym z głównych odbiorców spółki. W 2012 r. sprzedaż do Biedronki stanowiła ok. 27% przychodów ze sprzedaży, podczas gdy w 2013 r. był to już prawie 50%. W połączeniu z szybkim rozwojem tej sieci – z obecnych ok. 2 400 sklepów do planowanych ok. 2 700 pod koniec 2014 r. i ok. 3 000 pod koniec 2015 r. – jest to jeden z głównych motorów rozwoju ZM Henryk Kania oraz stanowi o konieczności zwiększania mocy produkcyjnych przez spółkę.

Obecnie ZM Henryk Kania posiada dwa zakłady produkcyjne: w Pszczynie o maksymalnej mocy przerobowej 120 ton na dobę, gdzie produkowane są wyroby mięsne oraz w Mokrsku o maksymalnej mocy 80 ton na dobę, gdzie produkowane jest mięso konfekcjonowane (m.in. pod wprowadzoną w 2011 r. linią produktową Polskie Snaki, obecnie Kabanoski). Jak podaje spółka moce produkcyjne były wykorzystane prawie w 100% na początku 2013 r., dlatego w dniu 22 kwietnia 2013 r. zawarta została umowa o współpracy z firmą Staropolskie Specjały Sp. z o.o. oraz jej podmiotem zależnym Ekofood Sp. z o.o. w zakresie lokowania (podzlecania) produkcji w zakładach należących do Staropolskich Specjałów.

Chcąc zabezpieczyć dostępne moce produkcyjne spółka zawarła w dniu 23 września 2013 r. z Fresh Investment Sp. z o.o. przedwstępną umowę nabycia 100% udziałów w kapitale zakładowym Staropolskich Specjałów Sp. z o.o. za kwotę z przedziału 73,1-98,9 mln PLN. Warunkiem zawarcia umowy przyrzeczonej, jest uprzednie nabycie przez Fresh Investment Sp. z o.o. wszystkich 1 100 udziałów w Staropolskie Specjały Sp. z o.o. w terminie do 30 czerwca 2015 roku. Terminem wykonania umowy przedwstępnej jest 30 września 2015 r. W ramach umowy przedwstępnej ZM Henryk Kania zobowiązały się do dokonania wpłaty zaliczki w formie datio in solatium czyli poprzez przeniesienie na Fresh Investment wierzytelności przysługujących ZM Henryk Kania w wysokości 85,5 mln PLN. Dzięki temu posunięciu ZM Henryk Kania zwiększył dostępne moce o 120 ton dziennego rozbioru (zakład uruchomiony w maju), 35 ton dobowej produkcji mięsa konfekcjonowanego oraz 50 ton przetwórstwa wyrobów wędliniarskich (rozpoczęcie produkcji w 4Q'13 i 1Q'14) w nowo wybudowanych zakładach w Goczałkowicach-Zdrój. Pełna wydajność nowych inwestycji, razem z pełni zautomatyzowanym magazynem (otwarcie w lipcu) osiągnięta ma być do końca 2014 r. Pomimo przesunięcia terminu realizacji umowy ZM Henryk Kania posiada już kontrolę operacyjną nad zakładami, co zabezpiecza plany rozwoju wolumenów.

Inwestycje w moce produkcyjne oraz optymalizacja produkcji są niezmiernie ważne dla rentowności spółki, ponieważ ponad  $\frac{3}{4}$  kosztów ponoszonych przez spółkę to koszty zużycia materiałów i energii. Choć ceny surowca mięsnego albo energii są niezależne od spółki, to ich optymalne wykorzystanie może pozwolić na osiągnięcie przewagi nad konkurencją, która także narażona jest na rynkowe wahania cen.

**Wyk. Struktura kosztów rodzajowych za 2013 r.**



Źródło: BM BGZ na podstawie raportu rocznego spółki za 2013 r.

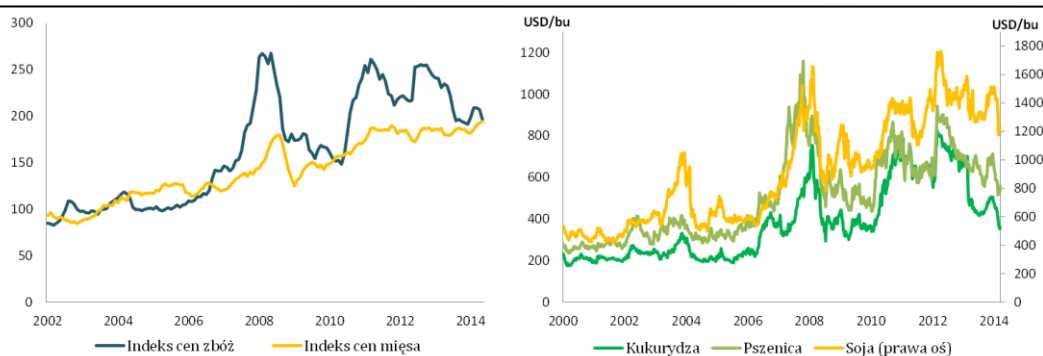
Zgodnie z uchwałą Rady Nadzorczej z dnia 12 maja na stanowisko prezesa powrócił p. Henryk Kania. Zmiana ta wiąże się z wolą osobistej realizacji strategii rozwoju organicznego oraz prowadzenia dalszych inwestycji przy pomocy środków własnych oraz ewentualnie finansowania dłużnego. Strategia przedstawiona Radzie Nadzorczej przez p. Henryka Kanię przewiduje, że w najbliższym czasie spółka nie będzie podejmowała działań mających doprowadzić do pozyskania dodatkowych środków z emisji akcji. Jak informuje spółka w raporcie rocznym, pod kątem potencjalnych akwizycji przeglądany będzie rynek polski oraz zagraniczny, tak aby zabezpieczyć moce

przetwórcze potrzebne do kontynuacji dynamicznego rozwoju w latach 2015-2016, po wcieleniu do grupy zakładów Staropolskich Specjałów.

Oprócz prac nad samymi mocami produkcyjnymi, ZM Henryk Kania planuje także dalej wprowadzać nowe smaki w gamie produktów suchych oraz podsuszanych. Ponadto ze względu na popularność wśród klientów sieci super i hipermarketów oraz sklepów dyskontowych rozwijana będzie kompleksowa linia produktów plastrowanych. Spółka ma także w planach umocnienia pozycji firmy w segmencie parówek, gdzie chce zaistnieć poprzez zaoferowanie produktów charakteryzujących się innowacyjnymi opakowaniami oraz posiadaniem szerokiej gamy smakowej parówek.

## Rynek zbóż i pasz

Wyk. Indeks cen zbóż oraz mięsa (FAO) oraz notowania kontraktów na zboża



Źródło: Bloomberg

Jednym z podstawowych czynników wpływających na ceny mięsa oraz opłacalność jego produkcji są ceny zbóż paszowych. Wysoka korelacja pomiędzy cenami tych surowców w długim okresie wynika z faktu, że głównym składnikiem kosztowym produkcji żywca są pasze (ok. 50-80% w zależności od gatunku i systemu produkcji), a te produkowane są ze zbóż i roślin oleistych. Najważniejszymi zbożami stosowanymi do produkcji pasz są kukurydza, pszenica i jęczmień. Stosunkowo wysoki poziom cen surowców paszowych w latach 2011-2013 sprawił, że opłacalność produkcji żywca była pod presją. Jednakże ostatnie spadki cen zbóż mogą wpłynąć na spadek kosztu surowców dla producentów.

Tab. Światowy bilans popytu i podaży zbóż

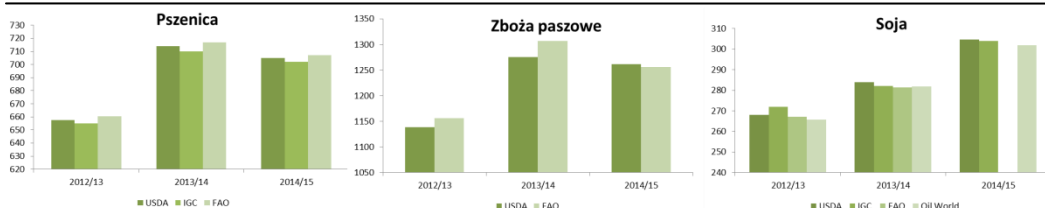
| mln ton        | 2012/2013 | 2013/2014<br>szacunek | 2014/2015<br>prognoza | mln ton        | 2012/2013 | 2013/2014<br>szacunek | 2014/2015<br>prognoza |
|----------------|-----------|-----------------------|-----------------------|----------------|-----------|-----------------------|-----------------------|
| produkcja      | 2 307,3   | 2 518,8               | 2 458,2               | produkcja      | 1790      | 1982                  | 1959                  |
| zużycie        | 2 327,3   | 2 420,6               | 2 465,7               | zużycie        | 1813      | 1918                  | 1941                  |
| -żywność       | 1 075,2   | 1 092,0               | 1 108,2               | -żywność       | 634       | 646                   | 656                   |
| -pasze         | 802,1     | 858,2                 | 882,8                 | -pasze         | 770       | 836                   | 841                   |
| handel         | 310,2     | 335,7                 | 330,8                 | handel         | 269       | 305                   | 291                   |
| zapasy         | 502,7     | 573,9                 | 565,8                 | zapasy         | 337       | 401                   | 419                   |
| zapasy/zużycie | 21,6%     | 23,7%                 | 22,9%                 | zapasy/zużycie | 19%       | 21%                   | 22%                   |

Źródło: Crop Prospects and Food Situation,  
FAO Food Outlook May 2014 (razem z ryżem)

Źródło: International Grains Council (bez ryżu)

Wysokie ceny zbóż w ubiegłych latach wynikały ze słabszych zbiorów spowodowanych głównie czynnikami pogodowymi (np. susza w USA). Ze względu na stabilnie rosnący popyt na zboża, które zużywane są głównie przy produkcji żywności i pasz, a także, w mniejszym stopniu, biopaliw, ich cena w dużo większym stopniu zależy od zmian podaży. Zgodnie z prognozami instytucji monitorujących rynek zbóż, po rekordowo wysokich zbiorach w sezonie 2013/2014, w sezonie bieżącym łączna produkcja zbóż może lekko spaść, jednakże nadal będzie przewyższać prognozowane zużycie. W rozbiciu na poszczególne gatunki zbóż i roślin oleistych, jak przewiduje USDA, w sezonie 2014/2015 znacząco ma wzrosnąć podaż soi – jest to spowodowane wyższą ceną soi względem zbóż i tym samym przeznaczenie przez amerykańskich rolników znacznie większego areału pod produkcję tej rośliny.

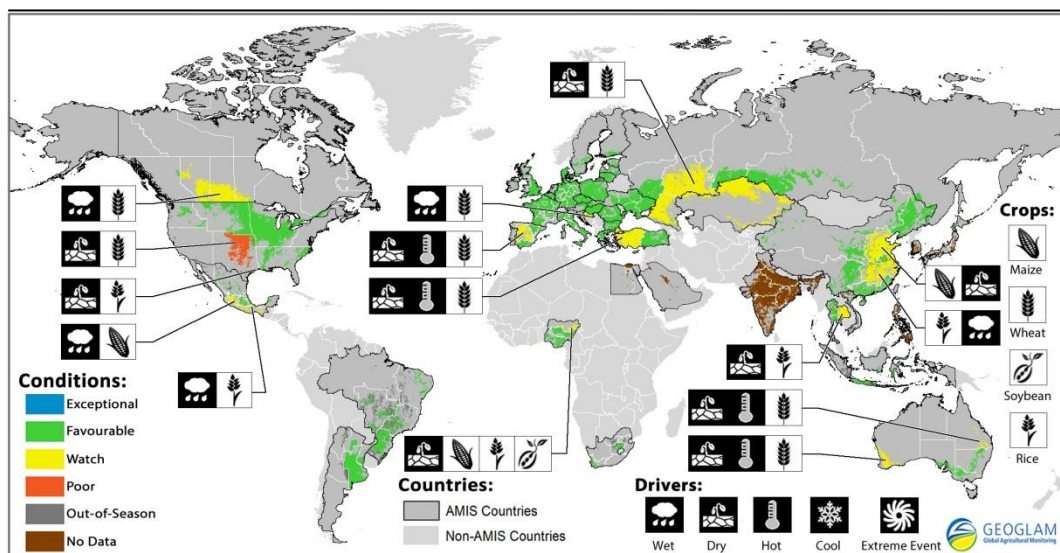
Wyk. Prognozy produkcji najważniejszych surowców rolnych (mln ton)



Źródło: USDA, FAO, IGC, Oil World; wg danych FAO ok 75% produkcji zbóż paszowych stanowi kukurydza

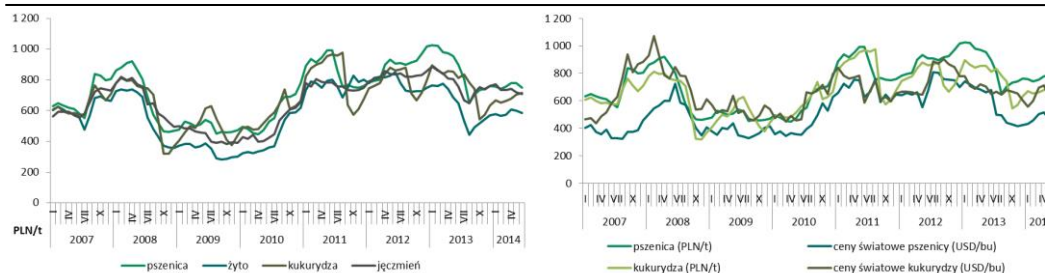
Obecnie warunki pogodowe są sprzyjające dla światowej produkcji zbóż. Pomimo pewnych obaw na początku br. dotyczących srogiej zimy w USA oraz możliwej suszy, zgodnie z najnowszym (5 sierpnia), tygodniowym raportem USDA stan upraw jarych jest lepszy niż przeciętnie. W USA w stanie bardzo dobrym oraz doskonałym jest 73% kukurydzy (64% rok temu), 71% upraw soi (64% rok temu) oraz 70% pszenicy jarej (68% rok temu). Oczekiwany spadek produkcji pszenicy w Kanadzie, Stanach Zjednoczonych i na Bliskim Wschodzie, ma być częściowo zrekompensowany wyższą podażą z UE, Rosji, Argentyny oraz Indii, a łącznie światowa produkcja tego zboża ma być o 1,1% niższa (IGC, 31.07.2014). Nieco mniejsze spadki (-0,5%) zbiorów IGC przewiduje dla kukurydzy, a największy ubytek w produkcji mamy zaobserwować na Ukrainie, w Brazylii, Kanadzie oraz Indiach. Zwiększyć mają się natomiast zbiory soi (+5,3%).

Rys. Warunki pogodowe na świecie w rejonach ważnych dla uprawy zbóż – stan na koniec czerwca 2014 r.



Źródło: geoglam-crop-monitor.org

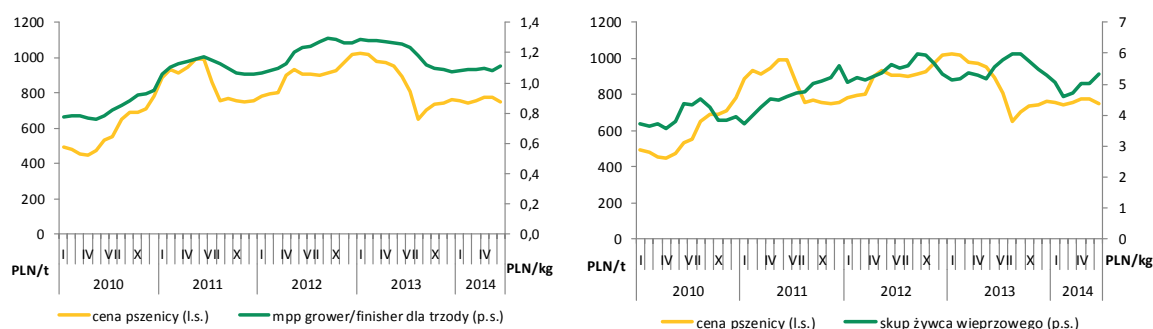
Wyk. Ceny zbóż w Polsce (rys. lewy) oraz porównanie światowych oraz krajowych cen zbóż (rys. prawy)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie BGŻ

Światowe ceny zbóż przekładają się na krajowy rynek i kształtowanie cen. Polska, która nie jest znaczącym graczem na światowym rynku zbóż, jest biorcą ceny. Powiązanie z rynkiem europejskim i globalnym w ostatnich latach znacznie wzrosło. Ceny bardzo szybko podążają za cenami w Europie. Reakcja na istotne zmiany cen na giełdzie w Paryżu jest zazwyczaj opóźniona o 2-4 tygodnie. Istnieje jednak pewna, niezbyt duża, przestrzeń do odchylenia cen w Polsce od europejskich i światowych trendów. Zgodnie z szacunkami GUS krajowe zbiory zbóż podstawowych (bez kukurydzy) mają w 2014 r. wynieść 25,7-26,8 mln i być o 6-10% wyższe niż rok wcześniej. Z kolei według wcześniejszych szacunków IERiGŻ zużycie ma wynieść 27,2 mln ton (+1,3%). Jednakże ze względu na rekordową nadwyżkę eksportu nad importem w dwóch poprzednich latach (2,6-2,8 mln ton) zapasy początkowe mają obniżyć się z 3,5 mln ton w sezonie 2012/2013 do 2,6 mln ton w roku 2013/2014 i 1,4 mln ton w 2014/2015. Pomimo oczekiwanej niższej nadwyżki w handlu (ok. 1 mln ton) w 2014/2015 niskie zapasy początkowe są czynnikiem wpływającym łagodząco na ewentualne spadki cen.

**Wyk. Zależność pomiędzy cenami zbóż a cenami pasz w Polsce (wyk. lewy) oraz zależność pomiędzy cenami zbóż a cenami skupu trzody chlewnej w Polsce (wyk. prawy)**



Źródło: Dane GUS i MRiRW, opracowanie BGŻ

Zboża paszowe i śruty roślin oleistych (w tym szczególnie soi) są głównymi składnikami pasz przemysłowych stosowanych w produkcji żywca rzeźnego, dlatego w długim okresie widzimy dużą zależność pomiędzy cenami zbóż, pasz oraz mięsa. Ze względu na proces produkcji oraz specyfikę rynku obserwujemy ok. 2-, 3-miesięczne opóźnienie cen pasz przemysłowych względem cen zbóż i oleistych. Rynek trzody chlewnej reaguje na duże zmiany cen surowców paszowych z jeszcze większym opóźnieniem, gdyż dostosowanie poziomu produkcji do zmienionych cen trwa wiele miesięcy. Najczęściej reakcja występuje po około roku. Sytuacja ta ulega jednak zmianie, gdyż wraz z rosnącym importem prosiat reakcja rynku staje się szybsza. Pewnym przybliżeniem opłacalności produkcji jest relacja cen żywca do cen mieszanki paszowej, a ta jak widać w ostatnich latach podlegała znacznym wahaniom. Wpływa ona tym samym na marżę producentów trzody, podobnie jak zmiany cen mięsa wieprzowego wpływają na marżę spółek przetwórczych.

**Wyk. Opłacalność produkcji trzody – relacja ceny żywca do ceny mieszanki paszowej**

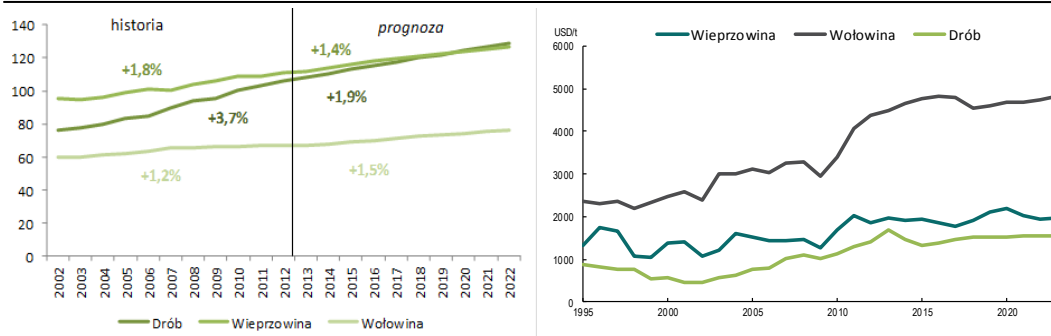


Źródło: Obliczenia BGŻ na podstawie danych MRiRW



## Światowy rynek mięsa

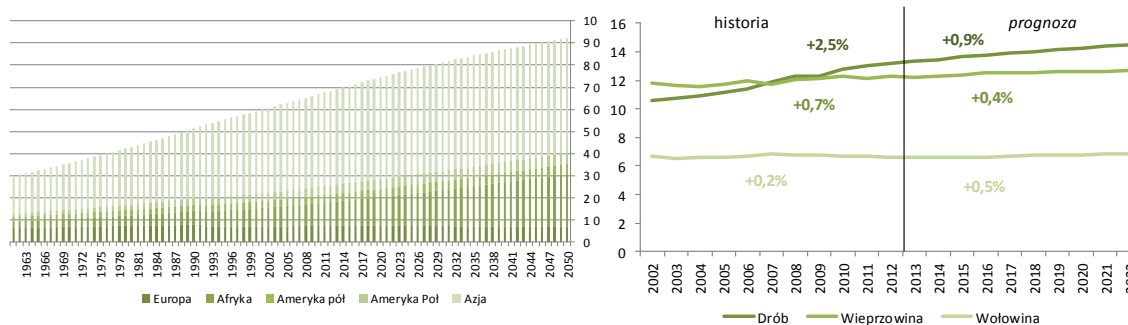
Wyk. Produkcja mięsa w mln ton (wyk. lewy) oraz światowe ceny mięsa w ujęciu nominalnym (wyk. prawy)



Źródło: FAO Agricultural Outlook

W ostatnich latach, w ślad za drożącymi surowcami, ceny mięsa pozostawały wysokie w ujęciu nominalnym. Zgodnie z prognozami FAO ceny mięsa mają w najbliższych latach kontynuować trend wzrostowy. Po stronie podaży prognozy pokazują lekkie spowolnienie średniorocznego wzrostu produkcji ze względu na presję ze strony czynników produkcji (zboża oraz pasze) – trzeba pamiętać, że w długim terminie wzrost areału upraw jest ograniczony, więc głównie za sprawą wydajności produkcja zbóż może być zwiększana. Zgodnie z najnowszymi szacunkami FAO (Agricultural Outlook 2014-2023) w horyzoncie 10 lat wzrost produkcji odbędzie się głównie za sprawą lepszego plonowania (+9%), niż za sprawą powierzchni upraw (+3%). Ponadto zboża paszowe muszą konkurować z uprawami przeznaczanymi na żywność oraz na biopaliwa, co dodatkowo ogranicza ewentualne spadki cen i kosztów dla producentów. Z drugiej strony prognozy wskazują na stabilne zwiększanie się popytu na mięso – pomimo wolniejszego wzrostu konsumpcji na osobę, coraz większa światowa populacja zgłaszać będzie wyższe zapotrzebowanie na żywność, w tym mięso.

Wyk. Wzrost światowej populacji w mln osób (wyk. lewy) oraz konsumpcja mięsa w kg na osobę (wyk. prawy)

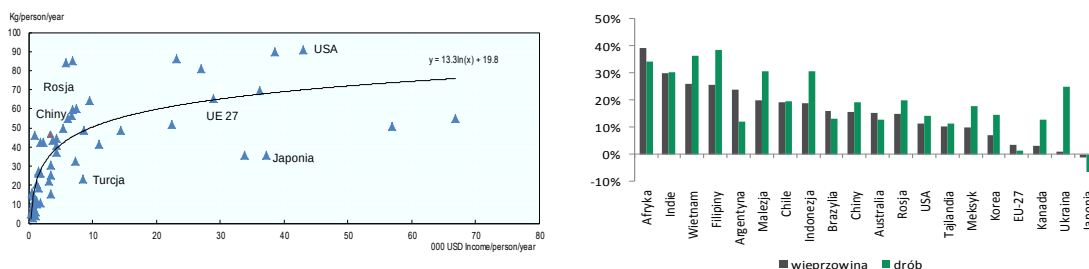


Źródło: FAO, FAO Agricultural Outlook

Kolejnym czynnikiem wspierającym wzrost popytu na mięso są rosnące dochody konsumentów. Analizując dane FAO widzimy pewną dodatnią zależność pomiędzy wyższymi dochodami na osobę a spożyciem mięsa na osobę. Biorąc pod uwagę obydwa czynniki, a więc prognozowany wzrost liczby ludności oraz bogacenie się społeczeństwa, najwyższy wzrost konsumpcji mięsa w najbliższych latach oczekiwany jest w krajach rozwijających się, w szczególności w krajach afrykańskich oraz azjatyckich.



**Wyk. Zależność pomiędzy dochodami ludności a konsumpcją mięsa na osobę (wyk. lewy) oraz prognozowany wzrost spożycia mięsa w niektórych krajach (wyk. prawy)**



Źródło: FAO Agricultural Outlook,

W swoich długoterminowych prognozach zarówno FAO, jak i USDA spodziewają się najbardziej dynamicznego wzrostu konsumpcji, a za nią produkcji drobiu. Mięso to jest pozytywnie postrzegane przez konsumentów ze względu na jego korzystniejszą cenę oraz dostępność i łatwość w przygotowaniu. Równie wysoki wzrost produkcji możliwy jest dzięki wysokiej wydajności (stosunek zużytej paszy do wyprodukowanego mięsa) oraz korzyściom skali i coraz lepszej technologii chowu.

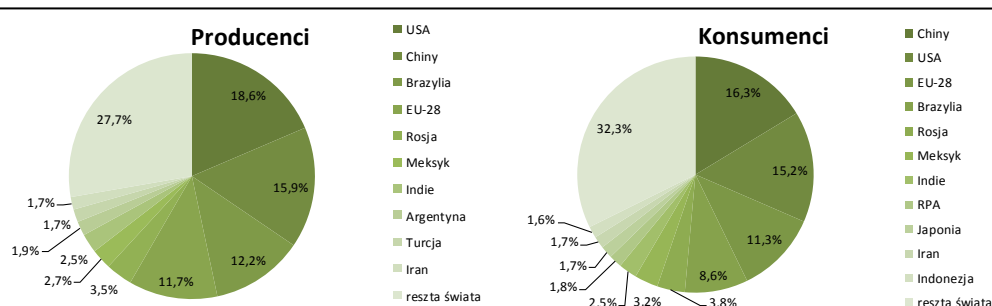
**Tab. Porównanie prognoz produkcji mięsa FAO oraz USDA (tys. ton)**

| FAO         |            |         |      | USDA        |            |         |      |
|-------------|------------|---------|------|-------------|------------|---------|------|
|             | Produkcja  |         |      |             | Produkcja  |         |      |
|             | 2013       | 2023    | CAGR |             | 2013       | 2022    | CAGR |
| Wołowina    | 67 241     | 75 623  | 1,3% | Wołowina    | 58 485     | 67 184  | 1,6% |
| Wieprzowina | 115 393    | 129 427 | 1,3% | Wieprzowina | 107 514    | 124 207 | 1,6% |
| Drób        | 107 448    | 134 511 | 2,5% | Drób        | 92 123     | 117 329 | 2,7% |
|             | Konsumpcja |         |      |             | Konsumpcja |         |      |
|             | 2013       | 2023    | CAGR |             | 2013       | 2022    | CAGR |
| Wołowina    | 66 627     | 75 208  | 1,4% | Wołowina    | 58 548     | 67 186  | 1,5% |
| Wieprzowina | 115 229    | 129 248 | 1,3% | Wieprzowina | 107 490    | 124 188 | 1,6% |
| Drób        | 107 310    | 134 341 | 2,5% | Drób        | 92 123     | 117 329 | 2,7% |

Źródło: FAO Agricultural Outlook, USDA Long Term Agricultural Projections

Zgodnie z prognozami FAO na 2014 r. trzema największymi producentami drobiu na świecie będą USA, Chiny oraz Brazylia, które odpowiadają łącznie za ok. 47% produkcji. Według danych historycznych (2012 r.) Polska w takim zestawieniu znajduje się na 13 miejscu dostarczając najwięcej drobiu wśród krajów Unii Europejskiej. Największymi konsumentami są Chiny, USA, kraje UE oraz Brazylia.

**Wyk. Najwięksi producenci oraz konsumenci – mięso drobiowe**

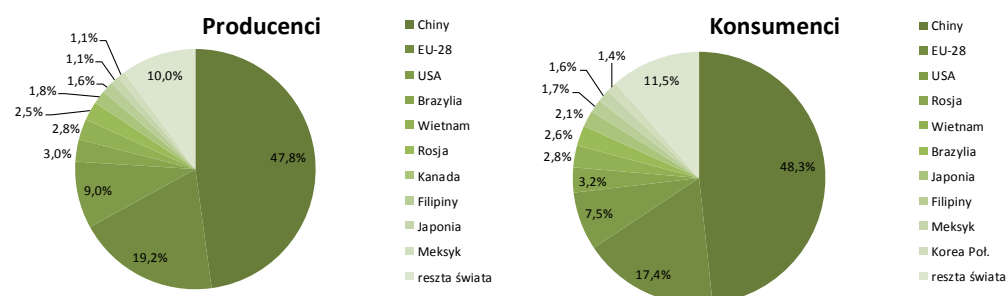


Źródło: FAO Agricultural Outlook

Produkcja oraz konsumpcja wieprzowiny jest o wiele bardziej skoncentrowana – w obydwu przypadkach z prawie 50% udziałem najważniejszym krajem na tym rynku są obecnie Chiny. Mniejsze rozdrobnienie tego rynku może wynikać m.in. ograniczeń religijnych i braku konsumpcji wieprzowiny przez kraje islamskie. Pod względem

produkcji dalsze miejsca zajmują kraje UE, oraz USA. Polska (2012 r.) również jest w światowej czołówce z udziałem 1,3% będąc 13 producentem. Znaczącymi konsumentami oprócz Chin są kraje UE, USA oraz Rosja.

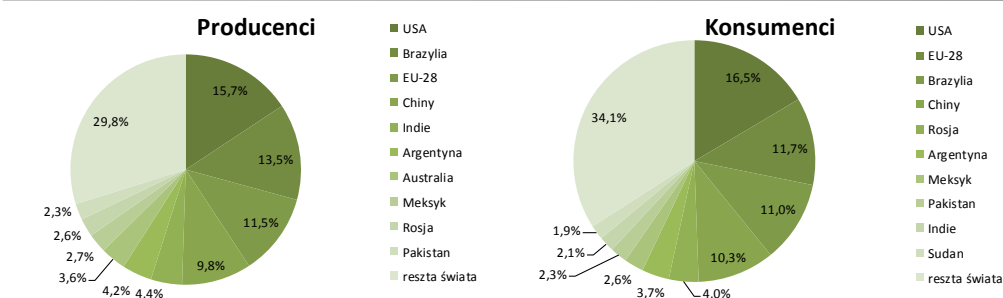
**Wyk. Najwięksi producenci oraz konsumenci – mięso wieprzowe**



Źródło: FAO Agricultural Outlook

W przypadku wołowiny prym w produkcji wiodą USA oraz Brazylia i kraje UE, a Chiny zajmują dopiero czwarte miejsce. Podobnie kształtuje się podział konsumpcji, gdzie na czele stoi USA, a następnie kraje EU, Brazylia oraz Chiny.

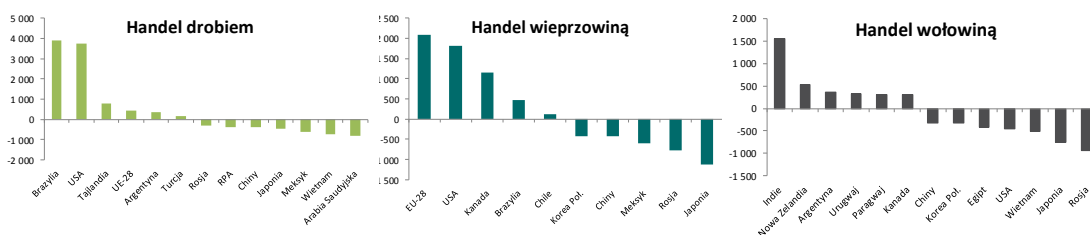
**Wyk. Najwięksi producenci oraz konsumenci – mięso wołowe**



Źródło: FAO Agricultural Outlook

Dla kształtowania się światowych cen mięsa ważne są także relacje handlowe oraz znajomość kształtowania się produkcji wśród eksporterów oraz popytu zgłaszanego przez importerów. Na rynku drobiu dwoma największymi eksporterami z wyraźną przewagą nad resztą państw są Brazylia oraz USA, import kierowany jest natomiast w znacznym stopniu do krajów afrykańskich, Arabii Saudyjskiej oraz Wietnamu. Na rynku wieprzowiny największymi eksporterami są kraje Unii Europejskiej oraz Ameryki Północnej (USA i Kanada), a import kierowany jest do Japonii, Rosji oraz Meksyku. Największymi eksporterami na rynku wołowiny są natomiast kraje posiadające dużą powierzchnię konieczną do wypasu bydła, a więc Indie, Nowa Zelandia oraz państwa w Ameryce. Największymi importerami są Rosja, Japonia, Wietnam oraz USA (wysoka konsumpcja i spadek pogłowia bydła w ostatnich latach).

**Wyk. Najwięksi eksporterzy (wartości dodatnie) oraz importerzy (wartości ujemne)**

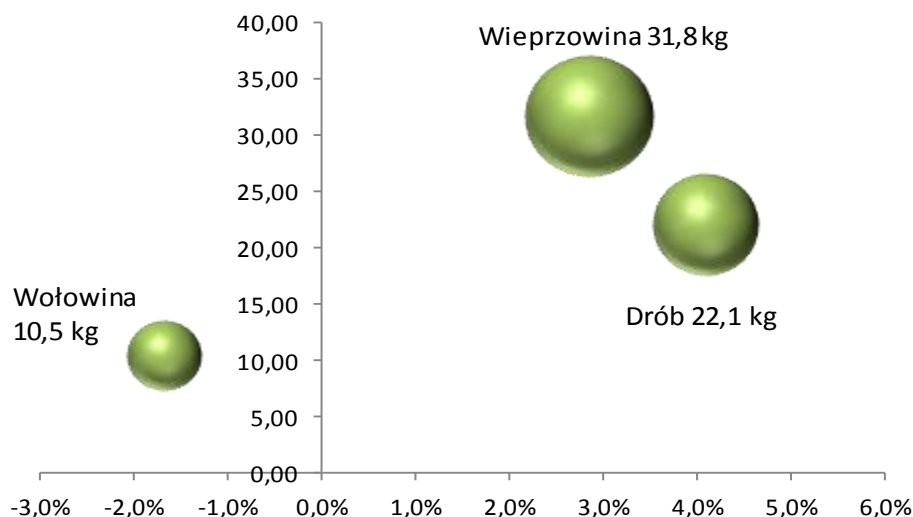


Źródło: FAO Agricultural Outlook

## Europejski i krajowy rynek mięsa

Trendy konsumpcji mięsa na rynku europejskim nie odbiegają od tych obserwowanych na całym świecie. Zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej, do roku 2023 największy wzrost w spożyciu na osobę ma zanotować drób (+4,1%), a jego konsumpcja ma wynieść 22,1 kg rocznie. Będzie to jednak ciągle mniej niż w przypadku wieprzowiny, gdzie pomimo niższego wzrostu (+2,8%), konsumpcja oczekiwana jest na poziomie 31,8 kg rocznie. Lekkim spadkiem do roku 2023 cechować będzie się spożycie wołowiny (-1,7%).

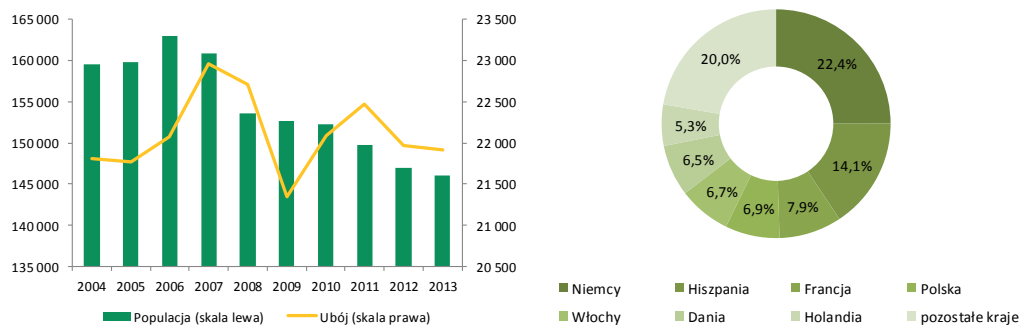
**Wyk. Tendencje zmian w konsumpcji mięsa na rynku europejskim: wielkość konsumpcji na osobę (oś Y) oraz zmiana konsumpcji w horyzoncie 10-letnim (oś X)**



Źródło: Prospect for Agricultural Markets and Income in the EU 2013-2023

Obecnie największym producentem mięsa wieprzowego w UE z 25% udziałem są Niemcy, które dostarczają prawie 5,5 mln ton wieprzowiny. Polska znajduje się na miejscu czwartym z produkcją ok. 1,6 mln ton. Zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej ubój krajów należących do UE ma lekko wzrosnąć (+0,5%) w 2014 r. Obecnie populacja trzody w Unii Europejskiej znajduje się na najniższym od ponad 10 lat poziomie, ze względu na wysokie ceny zbóż w ostatnich latach, co ogranicza potencjał wzrostu produkcji w krótkim okresie.

**Rys. Pogłowie trzody i wielkość uboju w UE (rys. lewy) oraz najwięksi producenci trzody chlewnej w UE (rys. prawy)**



Źródło: Eurostat

Pomimo bycia w czołówce europejskich producentów Polska jest znacznym importem netto trzody oraz nieprzetworzonego mięsa wieprzowego. Dzieje się to za sprawą sprowadzania prosiąt z Niemiec oraz Danii – kraje te posiadają lepszą technologię rozmnażania stad oraz bardziej skoncentrowany rynek hodowców mogących dostarczać jednorodne partie surowca, podczas gdy Polska posiada przewagę kosztową, głównie niższych płac, dla procesu tuczenia i uboju zwierząt. Będąc w ten sposób powiązany z rynkiem UE, ceny mięsa wieprzowego w Polsce w dużym stopniu skorelowane są z cenami w pozostałych krajach Wspólnoty. Po stronie eksportu największymi partnerami handlowymi Polski były w 2013 r. Chiny z 12% udziałem (wzrost o 240% r/r), następnie po 10% udziału posiadały Włochy (+35% r/r) i Białoruś (-36% r/r), a w okolicach 7-8% plasowały się Rosja (+116% r/r), Niemcy (+113% r/r) i Słowacja (+38% r/r).

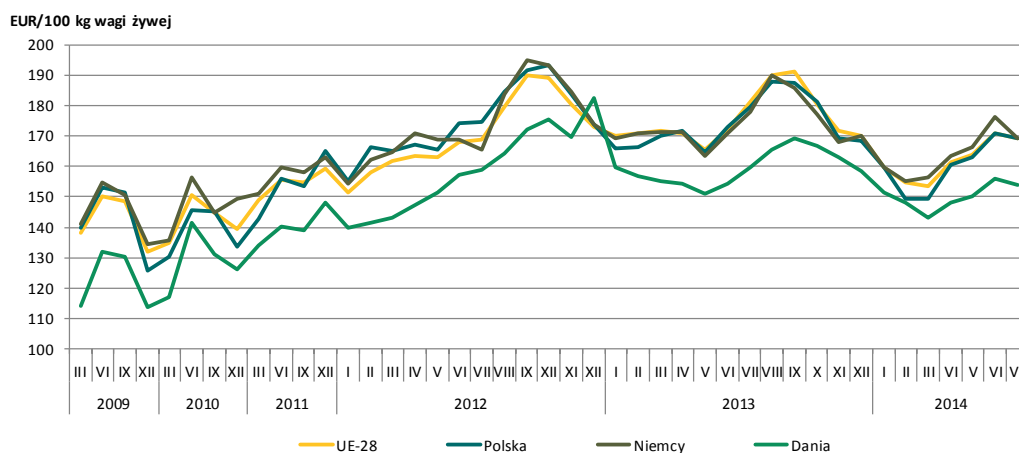
Wykrycie w Polsce wirusa ASF u dzików i związany z tym zakaz importu polskiego mięsa wieprzowego wprowadzony w krajach Unii Celnej oraz w części krajów azjatyckich, miały wpływ na strukturę i wolumen eksportu polskiej wieprzowiny. Według najnowszych dostępnych danych w okresie pierwszych czterech miesięcy 2014 r., z uwagi na embargo, najwięcej polskiej wieprzowiny trafiło na rynki: włoski (wzrost o 4 %), niemiecki (wzrost o 62 %) oraz słowacki (wzrost o 33 %). W okresie I – IV br. na te trzy rynki łącznie trafiło prawie 42 tys. t mięsa, co stanowiło 35 % wolumenu eksportu. Negatywny wpływ braku możliwości eksportu do krajów pozaunijnych, które wprowadziły embargo, został w części zneutralizowany poprzez zwiększony eksport do krajów UE.

Pierwszy w Polsce  
przypadek afrykańskiego  
pomoru u świń  
hodowlanych wykryto w  
Gródku na Podlasiu  
(23.07.2014)

W drugiej połowie lipca w Polsce wykryto pierwszy przypadek wirusa ASF u trzody chlewnej. Wystąpienie wirusa ASF u świń może pociągnąć za sobą nowe negatywne konsekwencje dla rynku, w szczególności kolejne ograniczenia w handlu zagranicznym do państw pozaunijnych (np. USA i Hongkong). W chwili obecnej mniej prawdopodobne jest natomiast wprowadzenie ograniczeń na eksport na rynek unijny (jak do tej pory nie został on wprowadzony na Litwie i Łotwie, po wystąpieniu podobnej sytuacji), Niemniej jednak odkrycie wirusa ASF u trzody, może być dodatkowym czynnikiem wpływającym na spadek cen na krajowym rynku. Ponadto ceny w Polsce obniżają się w ślad za korektą obserwowaną na rynku europejskim.

Warto jednak podkreślić, że spadkom cen żywca towarzyszą spadki cen pasz przemysłowych. Powoduje to, że końcowy efekt w postaci obniżki opłacalności produkcji jest obecnie niewielki. Z kolei ewentualne obniżki cen wieprzowiny na krajowym rynku będą łagodzić negatywny wpływ ASF na branżę przetwórstwa - niższe ceny surowca, przy stosunkowo niewielkich obniżkach cen zbytu produktów, spowodują wzrost marż na przetwórstwie. Z kolei niższe ceny detaliczne wieprzowiny powinny działać stymulująco na konsumpcję na krajowym rynku.

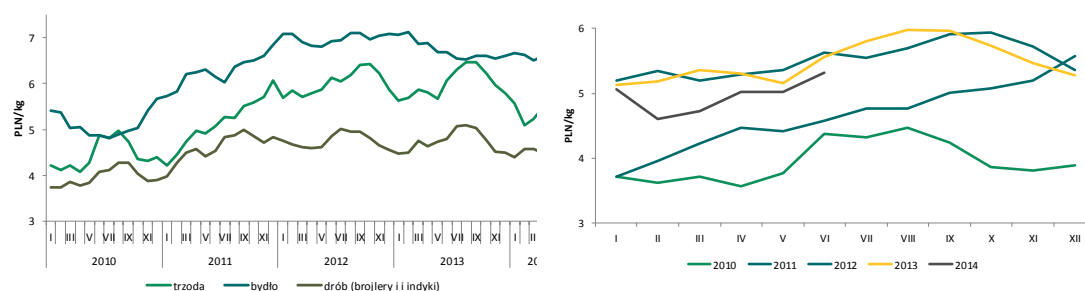
Wyk. Ceny trzody w wybranych krajach UE



Źródło: IERiGŻ, Komisja Europejska, opracowanie BM BGŻ

Powiązanie z rynkiem europejskim poprzez znaczny import trzody oraz mięsa wieprzowego oznacza, iż krajowe ceny żywca w dużym stopniu zależą od cen naszych sąsiadów będących zarazem w czołówce największych producentów w Europie (Niemcy, Dania). Analizując ceny mięsa warto zwrócić też uwagę na wzajemne relacje pomiędzy cenami trzody, bydła oraz drobiu – ewentualna gwałtownawyżka ceny mięsa wieprzowego może powodować zmianę preferencji konsumentów w kierunku tańszego drobiu. Trzeba pamiętać również o pewnej sezonowości na rynku trzody, której ceny przeważnie rosną w II kwartale, by zanotować spadek na początku IV kwartału. Jest to spowodowane zależnością od cen zbóż i produkowanych z nich pasz – w ciągu II kwartału zapasy zbóż z poprzedniego roku są niskie, co stwarza presję na ceny, podczas gdy po zbiorach podaż jest wyższa co powoduje obniżenie cen zbóż i pasz, co z kilkumiesięcznym opóźnieniem przekłada się na ceny trzody. Ponadto w okresie letnim sezonowo wyższa jest także konsumpcja mięsa (tzw. sezon grillowy).

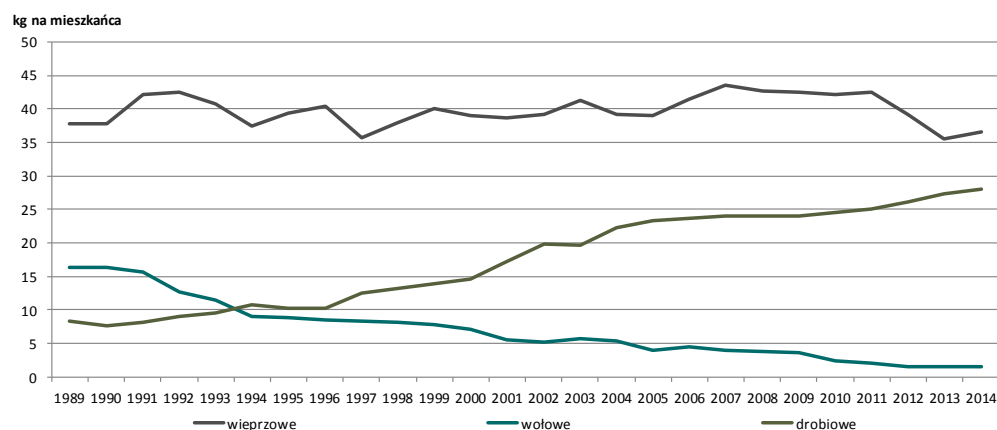
**Wyk. Relacje cenowe mięsa drobiowego wieprzowego oraz wołowiny (wyk. lewy) oraz sezonowość cen mięsa wieprzowego (wyk. prawy)**



Źródło: GUS, BM BGZ

Wzajemne relacje pomiędzy cenami trzody, drobiu oraz bydła zgadzają się także z tendencjami spożycia mięsa na osobę w Polsce. Podobnie jak na świecie oraz w Europie, obserwujemy tutaj znaczny wzrost konsumpcji tańszego oraz łatwiejszego w przygotowaniu drobiu kosztem droższej wieprzowiny. Tym samym od roku 2011 spożycie wieprzowiny na osobę spadło z poziomu 42,5 kg do 35,5 kg w 2013 r., jednakże zgodnie z prognozami IERiGŻ, konsumpcja ma zwiększyć się o 1kg w bieżącym roku.

**Wyk. Roczne spożycie mięsa na mieszkańca w Polsce**

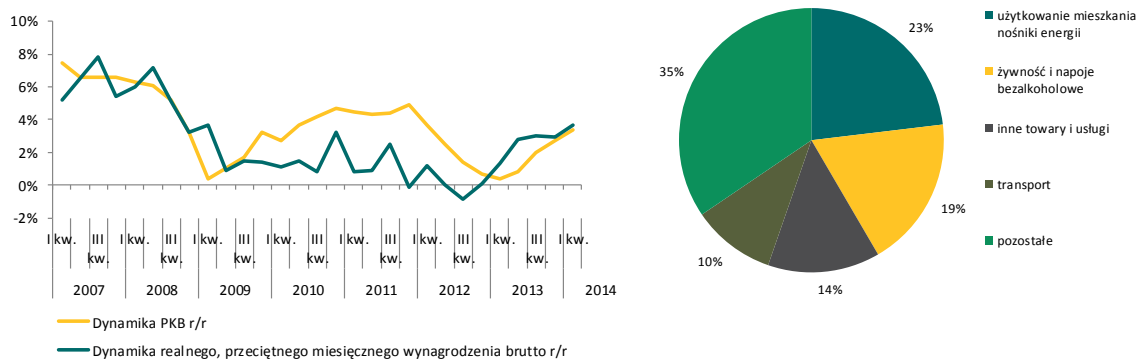


Źródło: IERiGŻ

Poziom spożycia większości artykułów żywnościowych, a szczególnie produktów segmentu Premium zależy od dochodów gospodarstwa domowego. Wydatki na żywność i napoje stanowiły w 2012 r. prawie 20% udziału w strukturze spożycia gospodarstw domowych. Stanowią one jedną z podstawowych potrzeb ludności i są mniej wrażliwe na wahania koniunktury niż np. zakupy dóbr luksusowych lub inwestycyjnych. W dłuższym horyzoncie

czasowym, wraz z bogaceniem się społeczeństwa wydatki na żywność stanowią coraz mniejszą część konsumpcji – w Polsce spadek ten wyniósł w od 2000 r. 4,3 pkt. proc. Warto przy tym dodać, że samo mięso stanowi stabilny udział ok 27% wśród zakupów żywności.

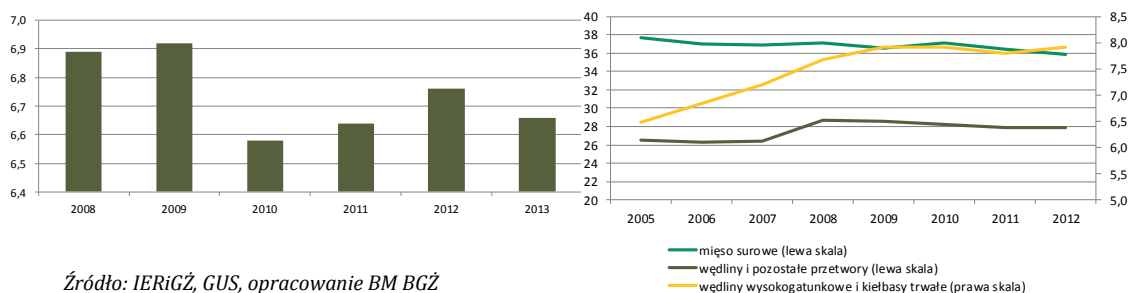
**Wyk. Warunki makroekonomiczne polskiej gospodarki (rys. lewy) oraz struktura wydatków gospodarstw domowych w 2012 r. (rys. prawy)**



Źródło: GUS, opracowanie BM BGŻ

W zależności od sytuacji makroekonomicznej obserwujemy jednak pewne wahania w konsumpcji mięsa, w szczególności pomiędzy jego rodzajami. Widać także lekką zmianę udziału wydatków na mięsa w strukturze łącznych wydatków konsumentów – spadek w roku 2010 wynikał ze znacznego obniżenia się dynamiki realnego wynagrodzenia. Potem w ślad za poprawą w gospodarce nastąpiło pewne odbicie, które lekko wyhamowało w ostatnim roku. Podobną zależność widzimy pomiędzy wysoką dynamiką realnych wynagrodzeń, a silnym wzrostem konsumpcji wędlin wysokogatunkowych do roku 2009. Kryzys z tego okresu spowodował wyłącznie zbliżenie dynamiki w okolice 0, ale jej nie odwrócił. Stąd w naszej opinii, poprawa realnych wynagrodzeń w ostatnich kwartałach może skłaniać konsumentów do dalszego zwiększania zakupów produktów Premium. Według GUS, w 2012 roku średnie roczne spożycie wędlin wysokogatunkowych na 1 osobę wyniosło 7,92 kg (w 2000 roku nie przekraczało 5,3 kg), przy czym w gospodarstwach domowych osiągających najwyższe dochody (V grupa kwintylowa) przeciętnie spożywano na osobę ponad dwukrotnie więcej wędlin, niż w gospodarstwach o najniższych dochodach (I grupa kwintylowa). Średnio największe spożycie wędlin Premium występuje w największych miastach powyżej 200 tys. mieszkańców (ok. 8,64 kg rocznie). Natomiast wg grup pracujących, najwięcej na 1 osobę spożywają emeryci (9,96 kg rocznie), których w Polsce będzie coraz więcej, a także grupy na stanowiskach nierobotniczych i pracujących na własny rachunek (odpowiednio 8,52 kg oraz 8,28 kg).

**Wyk. Wydatki na mięso i przetwory mięsne w % wydatków ogółem (wyk. lewy) oraz przeciętne roczne spożycie niektórych artykułów mięsnych (wyk. prawy)**



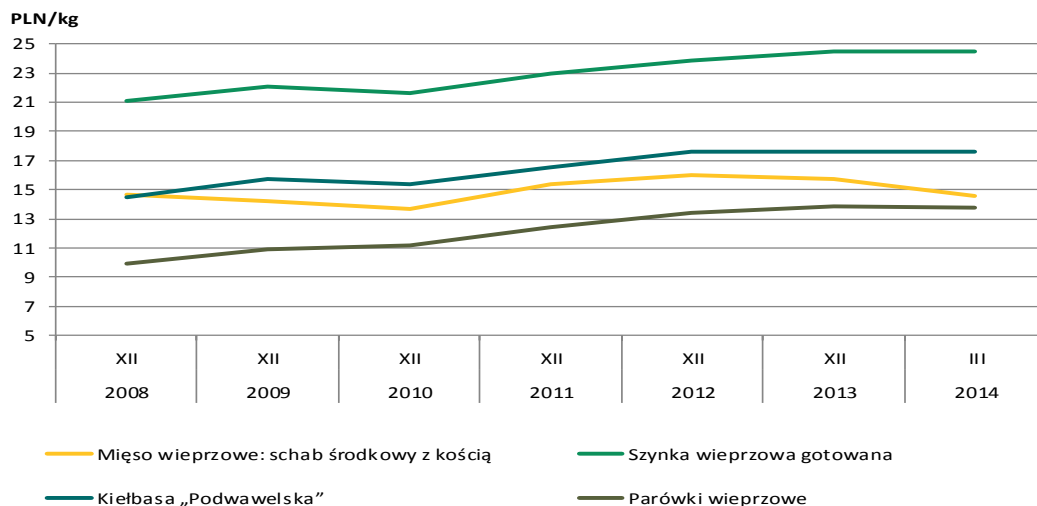
Źródło: IERiGŻ, GUS, opracowanie BM BGŻ

Segment Premium będzie rósł razem ze wzrostem zamożności Polaków, ale także z odejściem od tanich i popularnych obecnie wyrobów, cechujących się niższą jakością. Na powyższej tendencji w szczególności korzystają wędliny suche i podsuszane jak kabanosy (udział ok. 40% w wędlinach suchych i podsuszanych). Wg GfK Polonia wartościowo rynek kabanosów w 2012 roku wynosił około 415 mln PLN (wzrost r/r o 13,7%), natomiast w 2013 roku urósł o kolejne 11% przy czym wolumenowo zanotował spadek na poziomie 4%. Wg tej samej instytucji w 2013 r., drugi rok z rzędu wartościowym liderem na rynku kabanosów jest Grupa Tarczyński z udziałem 15%, a wiceliderem Sokołów z 11% udziałem.

W przypadku wszelkich produktów Premium, nieodzownym elementem jest marka producenta, która obecnie jest stawiana w trzeciej kolejności zaraz po smaku i cenie w przypadku podejmowania decyzji o zakupie wędliny. Jeszcze do niedawna na pierwszym miejscu znajdowała się cena, jednakże obecnie najważniejszym czynnikiem jest smak wędlin. Polacy coraz chętniej wybierają wędliny lepszej jakości, wydając przy tym więcej, jednakże posiadają wtedy gwarancję dobrego produktu. Należy zauważyć, że synonimem jakości jest najczęściej marka, której budowa pociąga za sobą znaczne koszty – przede wszystkim marketingowe. Niemniej inwestycja w rozpoznawalność marki w branży wędlin Premium jest wysoce opłacalna, o czym świadczą chociażby skuteczność przeprowadzanych kampanii marketingowych przez Grupę Tarczyński oraz ZM Henryk Kania, które media określiły mianem „reklamowej wojny na kabanosy”. Choć wg prognoz, segment kabanosów będzie rósł co najmniej z kilkuprocentową dynamiką jeszcze przez kilka lat, konkurencja w branży jest mocno ograniczona z uwagi na wysokie bariery wejścia, których wymaga specjalizacja produkcji. Wydaje się zatem, że określenie „reklamowa wojna na kabanosy” nie jest mocno przesadzone.

Ceny produktów gotowych produkowanych z mięsa notują w dłuższym okresie wolny, ale stabilny wzrost. Brak gwałtownych wahań powoduje, że marża przetwórców zależy więc w większym stopniu od cen żywca kupowanego od hodowców.

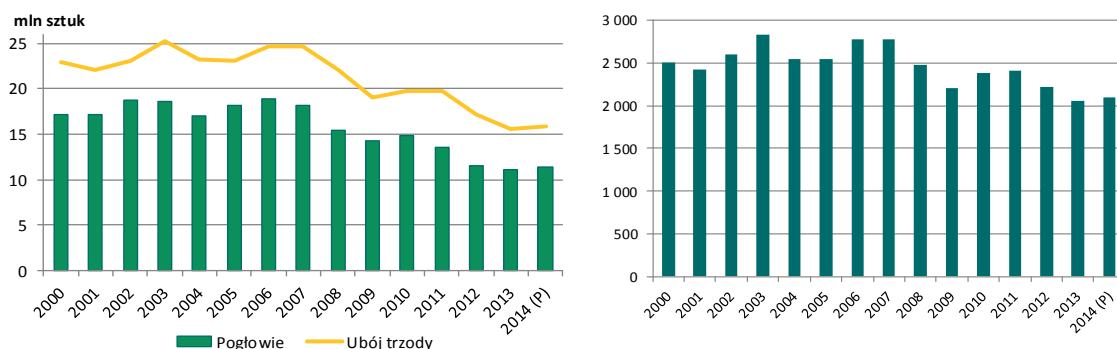
Wyk. Ceny detaliczne wybranych produktów mięsnych



Źródło: IERiGŻ

W dłuższym horyzoncie czasowym obserwujemy stopniowy spadek populacji trzody chlewnej w Polsce. Przyspieszenie tego trendu widzimy w ostatnich latach ze względu na szybko rosnące ceny zbóż, a wraz z nimi ceny pasz, które powodują obniżenie opłacalności produkcji.

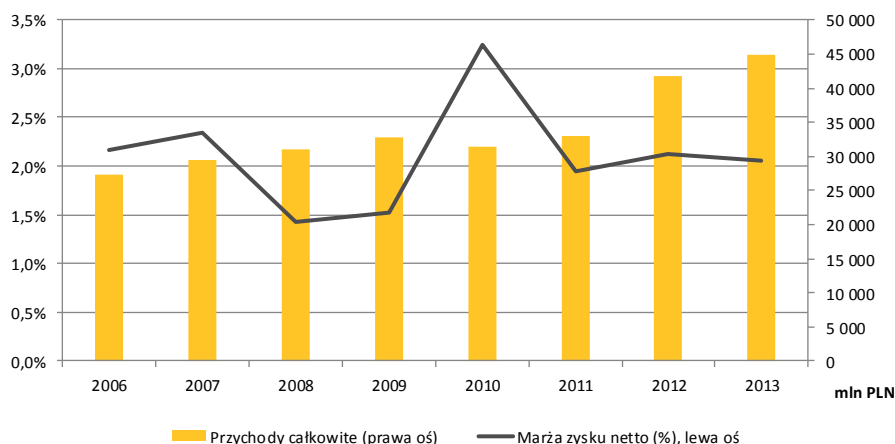
**Wyk. Pogłowie oraz ubój żywca wieprzowego w Polsce (wyk. lewy) oraz produkcja żywca z uwzględnieniem importu i eksportu w tys. ton (wyk. prawy)**



Źródło: IERiGŻ

Pomimo spadku pogłowia oraz uboju trzody, wartość rynku mięsnego w Polsce dynamicznie rośnie. Wzrost ten idzie w parze z rozwojem całego rynku artykułów spożywczych, gdzie udział wyrobów z mięsa utrzymuje stabilny poziom ok. 30%.

**Wyk. Sytuacja finansowa przemysłu mięsnego**



Źródło: BM BGŻ, IERiGŻ

Od kilku lat największymi podmiotami na polskim rynku mięsnym są Animex oraz Sokołów. Obydwie spółki były w przeszłości notowane na warszawskim parkiecie – Animex został wycofany z obrotu w 2002 r. po przejęciu firmy w 1999 r. przez strategicznego inwestora, czyli Smithfield Foods Inc. Za 4,7 mld USD (7,1 mld USD z uwzględnieniem długu) amerykańska spółka została pod koniec 2013 r. przejęta przez chiński WH Group (po zmianie nazwy z Shuanghui International) – premia w wezwaniu wynosiła 31,5% względem rynkowych notowań, a wycena osiągnęła prawie 9,4x EBITDA Smithfield Foods. Także drugi z polskich producentów, Sokołów, był w ostatnim czasie podmiotem transakcji. W 2004 r. głównymi akcjonariuszami (z udziałem po 50%) zostały fiński koncern HK Ruokatalo (obecnie notowany na giełdzie w Helsinkach HKScan Oyj) oraz Danish Crown. Na początku 2014 r. za przejęcie pełnej kontroli duńska spółka zapłaciła 246 mln USD, co zgodnie z danymi HKScan za 2013 r. stanowi ok. 4,8x EBIT wypracowanego przez Sokołów.

Na trzecim miejscu podium znajduje się także od dłuższego czasu PKM Duda, bardzo szybko goniony jest przez powstały zaledwie w 2010 r. Pini Polonia, a spółka ta posiada już moce ubojowe żywca na poziomie 4 mln sztuk rocznie. Planuje ponadto za co najmniej 100 mln PLN wybudować kolejny zakład przetwórczy.



| Spółka                     | Marki/produkty                                                                                                                                                                  | Produkcja / dystrybucja                                                                                                                                                                    | Inne                                                                                                                                                     |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Animex</b>              | <u>Ogólnopolskie</u> : Krakus, Morliny, Morlinki, Berlinki, Yano, Mazury<br><u>Regionalne</u> : Agryf, Constar, Ekodrob<br>35% sprzedaży stanowi drób                           | Posiada 11 zakładów oraz hodowlę 1,5 mln świń rocznie<br>1/3 przychodów stanowi eksport                                                                                                    | Właścicielem jest Smithfield Food przejęty przez chiński WH Group                                                                                        |
| <b>Sokołów</b>             | <u>Premium</u> : Sokołów Gold, Wyroby Babuni, Sokoliki<br><u>Medium</u> : Sokołów, Odrobina, Salami z Dębicy, Darz Bór, Grill<br><u>Line</u> : Gratka, Kraina Wędlin            | 7 zakładów produkcyjnych (264 tys. ton rocznie przerobu mięsa)<br>42 centra dystrybucyjne<br>670 sklepów partnerskich                                                                      | Obecnie właścicielem 100% akcji jest Danish Crown, po odkupie 50% udziałów od fińskiego HKScan Oyj<br>1/3 przychodów stanowi eksport                     |
| <b>PKM Duda</b>            | <u>Wędliny</u> : Stół Polski<br><u>Dziczyzna</u> : Hunter Wild<br>Spółka zajmuje się głównie przerobem oraz handlem mięsem                                                      | 81 tys. ton rocznie przerobu mięsa<br>64 tys. ton dystrybucji wędlin i mięsa w kanale tradycyjnym poprzez 9 hurtowni i 250 sklepów franczyzowych Makton                                    | Własna hodowla 120 tys. świń rocznie<br>15% przychodów stanowi eksport                                                                                   |
| <b>Pini Polonia</b>        | Spółka zajmuje się głównie przerobem oraz handlem mięsem<br>50% przychodów stanowi eksport                                                                                      | <u>Zakład w Kutnie</u> : moce ubojowe 4 mln sztuk trzody rocznie<br><u>Hamburger Pini</u> : produkcja ok. 500 ton mięsa wieprzowego, mięsa mielonego i kielbasy białej                     | Obecnie spółka prowadzi kolejną inwestycję w zakład przetwórczy za 100 mln PLN w Łódzkiej SEE, przejęła także zakład produkujący wołowinę w Końskiejwoli |
| <b>ZRP Farmutil</b>        | <u>Łmeat Łuków</u> : przerób wołowiny i wieprzowiny i produkcja wędlin<br><u>ZM Śmłowo</u> : przerób i produkcja pod marką H. Stokłosa<br><u>Zakłady drobiarskie Koziegłowy</u> | <u>Łuków</u> : 5 hurtowni i 210 sklepów we wschodniej Polsce<br><u>Śmłowo</u> : 6 hurtowni i 194 sklepy w północno-zachodniej Polsce<br><u>Koziegłowy</u> : 88 sklepów w zachodniej Polsce | W skład grupy wchodzi także spółki rolne, produkcja karmy dla zwierząt oraz zakłady utylizacji zwierząt                                                  |
| <b>Cedrob</b>              | <u>Cedrob</u> : mięso drobiowe, paszety i wędliny oraz dania gotowe ("Czas na")<br><u>Gobarto</u> : wędliny wieprzowe<br><u>Golden Crown</u> : premium                          | 3 zakłady produkcyjne, 33 sklepy firmowe w centralnej Polsce                                                                                                                               | Spółka posiada także wytwórnię pasz, 3 zakłady wylęgu oraz farmy drobiarskie                                                                             |
| <b>Indykpol</b>            | <u>Indykpol</u> : parkówki Jedynki, kielbasy, mięso, wędliny                                                                                                                    | Poza produkcją mięsa i wędlin spółka wytwarza pasze oraz zajmuje się hodowlą indyków<br>Sprzedaż przez 16 centrów dystrybucyjnych                                                          | Eksport stanowi 27% sprzedaży w dywizji surowcowo-mięsnej oraz 19% w dywizji mięs przetworzonych                                                         |
| <b>Drosed</b>              | <u>Drosed</u> : konserwy drobiowe (Paszet Podlaski) i drób świeży<br><u>Sedar</u> : wędliny, garmazeria, hamburgery, także mięso z gęsi i kaczek                                | Moce produkcyjne ok. 80 tys. ton rocznie<br>Ponadto produkcja, wylęg i hodowla kurcząt                                                                                                     | Właścicielem jest francuska grupa LDC                                                                                                                    |
| <b>ZPM Biernacki</b>       | Spółka zajmuje się głównie przerobem wołowiny i pod marką <u>Beef Master</u> produkcją mięsa pakowanego, wędlin i kielbas                                                       | 2 zakłady<br>Sprzedaż głównie do sieci handlowych                                                                                                                                          |                                                                                                                                                          |
| <b>ZPM JBB</b>             | Marki: Garmazeria, Magia Grillowania, Masarnia u Józefa, Oryginaly smakują najlepiej, Parówki tęczowe, Wyroby z beczki                                                          | 123 sklepy w Polsce północno-wschodniej<br>Produkcja głównie z mięsa wieprzowego                                                                                                           |                                                                                                                                                          |
| <b>ZM Madej&amp;Wróbel</b> | Linie produktowe: Kielbasa z szynki, Prosto z wędzarni, Przekąski, Produkty klasyczne,                                                                                          | 48 sklepów w Polsce południowej, dystrybucja zarówno w kanale tradycyjnym, jak i nowoczesnym                                                                                               | Eksport stanowi niecałe 10%                                                                                                                              |
| <b>ZM Silesia</b>          | Marka: Dobry Smak; spółka koncentruje się głównie na segmencie economy i produkcji pod markami sieci                                                                            | Zakład w Sosnowcu o wydajności 500t/doba                                                                                                                                                   | Eksport stanowi ok. 8% poprzednia nazwa spółki to Duda Bis                                                                                               |
| <b>Tarczyński</b>          | Tarczyński Produkty Dobrośława Starpeck<br>Spółka koncentruje się na segmencie premium                                                                                          | 3 zakłady w Ujeźdźcu Małym (70t/doba), w Sławie (40t/doba) oraz w Bielsku Białej (30t/doba)                                                                                                | Obecnie Tarczyński stawia na silny rozwój dystrybucji w kanale nowoczesnym przy rozbudowie mocy produkcyjnych<br>Eksport stanowi kilka % przychodów      |
| <b>ZM Henryk Kania</b>     | 4 brandy własne: Henryk Kania, Kabanoski (d. Polskie Snacki), Maestro, Kraina obfitości + produkcja pod 13 markami własnymi sieci handlowych                                    | 2 swoje zakłady w Pszczynie (120t/doba) oraz w Mokrsku (80t/doba) + 2 zakłady Staropolskich Specjałów (dobowa produkcja 50t wędlin, 35t mięsa konfekcjonowanego)                           | Koncentracja na kanale nowoczesnym, głównie na dostawach do Biedronki<br>Eksport stanowi kilka % przychodów                                              |

Pod względem rentowności całego sektora, rok 2011 stał pod znakiem wzrostu cen, co spowodowało rosnącą presję na marżę oraz znaczący spadek odsetka rentownych firm (z 86% w 2010 do 78% w 2011 r.). Obecnie w ślad za stabilizacją cen dostrzegamy poprawę sytuacji firm, pomimo utrzymywania się marż netto w ostatnich latach na podobnym poziomie.

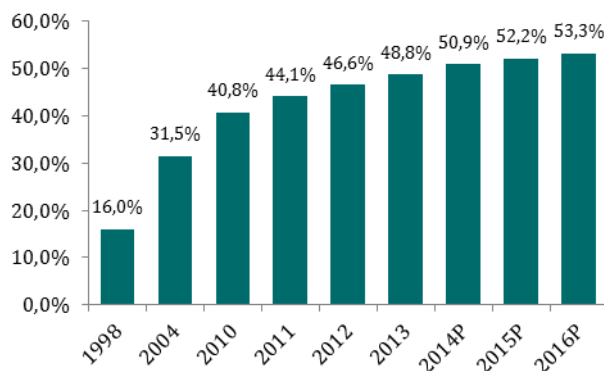
**Wyk. Największe podmioty wg przychodów na polskim rynku (wyk. lewy) oraz rentowności tych spółek w 2011 r. (wyk. prawy)**



Źródło: BM BGZ, Notoria

Polski handel detaliczny jest bardzo rozdrobniony. Liczba sklepów na tysiąc mieszkańców jest o wiele wyższa niż w krajach Zachodniej Europy. Kiedy na Zachodzie wskaźnik ten waha się w okolicach 0,5, w Polsce jest pięciokrotnie większy. Podobne różnice występują pod względem rodzaju dystrybucji – kraje zachodnie posiadają ponad 75% udział kanału nowoczesnego w sprzedaży produktów FMCG, natomiast w Polsce wynosił ok. 56% w 2012 roku. Jeszcze mniejszy udział kanału nowoczesnego posiadają same produkty spożywcze, gdyż wg PMR obecnie jest to ok. 50%. Niemniej już od kilku lat, udział sklepów wielkopowierzchniowych w obrocie produktami FMCG rośnie, a wg szacunków Roland Berger docelowo może osiągnąć podobny poziom sprzedaży jaki mają sklepy w Niemczech, Danii czy Norwegii, czyli 70-80%. Tym samym, oczekuje się że łączna liczba sklepów spadnie z 94 tys. w 2012 r. do około 85 tys. w 2018 r., przy czym liczba sklepów handlu tradycyjnego spadać będzie około 3% rocznie, natomiast liczba placówek handlu nowoczesnego będzie rosła o około 6% rocznie.

**Wyk. Udział % kanałów wielkopowierzchniowych w rynku artykułów spożywczych w Polsce**

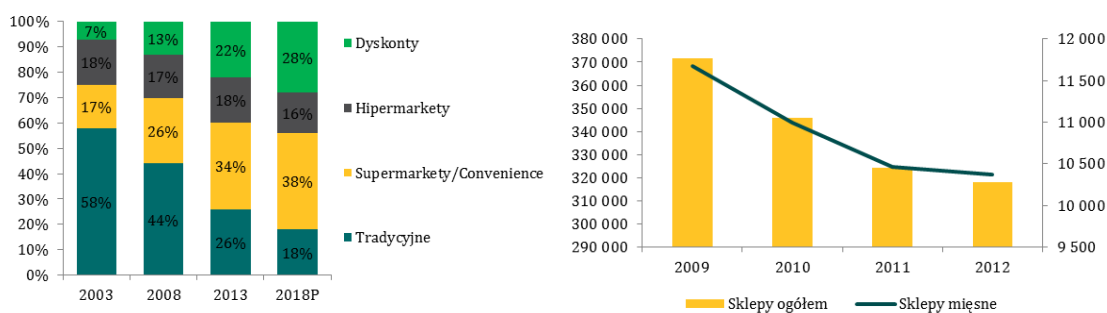


Źródło: PMR

Należy w tym miejscu zauważyć, że największe hipermarkety tracą klientów na korzyść dyskontów. To właśnie tego typu sklepy są motorem napędowym wzrostu udziałów obrotów sklepów wielkopowierzchniowych. Przewiduje się, że w bliskiej przyszłości na rynku handlu detalicznego dominować będą sieci średnich formatów jak dyskonty czy supermarkety, a różnice między nimi będą się zacierać. Natomiast pozostałe sklepy typu convenience

czy hipermarkety będą wyłącznie uzupełnieniem oferty rynkowej. W tej tendencji dużą zasługę mają największe sieci dyskontów: portugalska Biedronka (ok. 73% udział w rynku dyskontów), która osiąga przychody na poziomie 30 mld PLN, obecnie około 2500 sklepów a rocznie otwiera około 300 nowych, a także niemiecki Lidl (ok. 15% udział w rynku dyskontów), który z przychodami na poziomie ok. 10 mld PLN, posiada ok. 500 sklepów i rocznie otwiera około 40-50 nowych. Dodatkowo, zachodzący obecnie trend posiada nieco korzystniejszy wpływ na handel drobnopowierzchniowy typu convenience niż na hipermarkety. W praktyce wygląda to tak, iż obecne w hipermarkecie 15 tys. produktów nie jest wystarczającym argumentem dla klienta, aby raz na 2-3 tygodnie odwiedzić to miejsce tracąc czas na dojazd (należy wziąć pod uwagę, że blisko połowa Polaków mieszka na wsi). Obecnie klient woli raz na kilka dni pojawić się w dyskoncie, który zazwyczaj znajduje się w najbliższej okolicy oraz posiada 3-4 tys. produktów specjalnie dobranych i często w podobnych lub nawet niższych cenach. Natomiast sklep osiedlowy typu convenience ma najmniejszy asortyment, jednakże jest najbliżej i często godziny jego otwarcia są najdłuższe. Świetnie w grę oferowanych produktów przez tego typu placówki, wpisują się przekąski oraz produkty z segmentu Premium, na czym korzystają producenci (Tarczyński, ZM Henryk Kania).

**Wyk. Udział % kanałów dystrybucji w polskim rynku spożywczym w latach 2003-2018P (wyk. lewy) oraz liczba sklepów w Polsce w latach 2009-2012 (wyk. prawy)**



Źródło: Rabobank, Bisnode, opracowanie BM BGZ

Polska nadal posiada jeden z najwyższych w UE wskaźników udziału handlu tradycyjnego w dystrybucji mięsa i wędlin, jednakże od kilku lat udział kanału nowoczesnego szybko rośnie. Kanał tradycyjny poprzez sklepy własne oraz partnerskie daje znacznie większą możliwość kreowania jak i zarządzania marką, a skrócony łańcuch dostaw pozwala na większą elastyczność, tym samym ewentualne korekty cen następują zdecydowanie szybciej. Są to jedne z najważniejszych elementów prowadzenia przedsiębiorstwa w branży mięsnej, jednakże ten rodzaj dystrybucji jest stosunkowo drogi. Co więcej wzrost organiczny w tym przypadku jest mocno ograniczony. Nie dziwi zatem trend obserwowany w przypadku największych producentów i przetwórców mięsnych, którzy już kilka lat wcześniej zdecydowali się na współpracę z większymi sieciami handlowymi, czym otworzyli sobie furtkę do dalszych wzrostów. Co więcej, postępująca koncentracja na rynku detalicznym zmusza mniejszych producentów do łączenia wspólnych sił, dzięki którym posiadają większą siłę przetargową z dużymi sieciami handlowymi.

Kanał nowoczesny pozwala w znacznym stopniu zwiększyć wolumeny, ale dotyczy to wyłącznie największych przedsiębiorstw, które są w stanie zagwarantować już na wstępnym etapie ciągłość produkcji, w tym także jednorodność oraz jakość wytwarzanych produktów. Taką okazję wykorzystali w 2011 roku ZM Henryk Kania, dzięki czemu już w 2013 roku obroty z Biedronką wyniosły ponad 50% produkcji. Większy udział kanału nowoczesnego zmniejsza koszty transportu, gdyż produkty najczęściej dostarcza się wyłącznie do jednego z centrów dystrybucyjnych danej sieci, a nie jak to bywa w przypadku kanału tradycyjnego, nawet do kilkuset placówek. Natomiast w przypadku większej partii jednorodnej produkcji znikają koszty ciągłego dostosowywania linii produkcyjnych. Dodatkowo, jeśli producent lub przetwórcza sprzedaje produkty pod marką własną sklepu, ponosi zdecydowanie mniejsze koszty marketingu. Oczywiście taki przypadek wymaga większej sprawności w działaniach handlowo-marketingowych na innych płaszczyznach, aby marka utrzymywała swą dotychczasową pozycję. Wpływ na chęć powiązania się z siecią handlową mogą mieć również terminy płatności. Wg Bisnode Polska sieci handlowe coraz sprawniej rozliczają się dostawcami – na koniec 2013 roku 73,2% ich zobowiązań

finansowych było uregulowanych na czas. Pozytywnie z tej grupy wyróżniają się dyskonty, dla których wartość ta wynosiła 86% w 1Q 2014 r. Natomiast najważniejszym elementem, który potencjalnie zniechęca do współpracy z sieciami handlowymi, są specyficznie skonstruowane umowy, które istotnie wydłużają czas reakcji na rynkowe ruchy cen.

Duże sieci handlowe są również dodatkowym zagrożeniem dla przetwórców mięsa. Rosnące znacznie dystrybucji skłoniło sklepy wielkopowierzchniowe do przejęcia funkcji przetwórcy. Oferowane przez nie produkty są odpowiednio porcjowane i przygotowane do obróbki kulinarnej, a następnie zostają pakowane pod marką własną sieci. Choć dotychczas odsetek jest ten niewielki, w dłuższym terminie może być potraktowany jako początek nowego trendu. Dla zakładów mięsnych, wzrostu udziału sklepów wielkopowierzchniowych w sprzedaży żywności może mieć dwojaki skutek. Bezspornie, pozytywnym jest możliwość pozyskania ogromnego rynku zbytu, który będzie dynamicznie rósł wraz z powierzchnią handlową. Natomiast negatywny efekt dotyczy średnich zakładów, które jak się później okazuje nie są w stanie sprostać często wygórowanym wymaganiom sieci handlowych, dotyczącym dużych jednorodnych dostaw przy równoczesnym wydłużaniu terminów spłaty należności

---

## Czynniki ryzyka (branża)

---

1. Ryzyko makroekonomiczne – pomimo licznych sygnałów ożywienia w gospodarce europejskiej oraz polskiej istnieje ryzyko pogorszenia koniunktury – wyniki spółek pośrednio zależą od poziomu bezrobocia albo dynamiki wzrostu wynagrodzeń, które przekładają się na siłę nabywczą konsumentów.
2. Ryzyko związane z cenami surowców rolnych oraz mięsa – wzrost cen surowców rolnych, a w ślad za nim podwyżki cen żywca wieprzowego powodują wzrost kosztów przetwórców i zmniejszenie wypracowywanej marży. Równocześnie wzrost cen gotowego mięsa wieprzowego jest ryzykiem dla zmniejszenia jego konsumpcji na rzecz tańszego mięsa drobiowego.
3. Ryzyko walutowe – omawiane w raporcie podmioty sprowadzają część surowca z zagranicy (głównie Dania i Niemcy), są przez to narażone na wahania kursu EUR/PLN. Równocześnie część z firm sprzedaje również swoje wyroby na rynkach międzynarodowych, będąc wrażliwym na zmianę kursów innych walut względem złotego.
4. Ryzyko stopy procentowej – wcześniejsza lub silniejsza od oczekiwań podwyżka stóp procentowych może stanowić ryzyko dla wycenianych spółek, ze względu na ich znaczne zadłużenie i wysokie koszty odsetkowe.
5. Ryzyko związane ze środowiskiem naturalnym – w ostatnim czasie ryzyko to związane jest głównie z pojawieniem się w granicach naszego kraju dzika zarażonego afrykańskim pomorem świń (ASF), co skutkowało zatrzymaniem eksportu polskiej i europejskiej wieprzowiny na rynki wschodnie (Rosja, Białoruś, Kazachstan, niektóre kraje azjatyckie).
6. Ryzyko związane z prowadzonymi inwestycjami lub przejęciami – omawiane w raporcie spółki prowadzą istotne dla przyszłych wyników procesy inwestycyjne lub akwizycyjne. Opóźnienie inwestycji albo rezygnacja z nabycia innych podmiotów mogą znacząco wpłynąć na posiadane moce produkcyjne.

## Tabele i prognozy - Duda

Tab. Bilans – PKM Duda

| (mln PLN)                       | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTYWA</b>                   | <b>764,6</b> | <b>744,6</b> | <b>705,8</b> | <b>709,2</b> | <b>718,8</b> | <b>742,7</b> | <b>754,4</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>            | <b>498,3</b> | <b>476,5</b> | <b>463,9</b> | <b>457,6</b> | <b>456,5</b> | <b>456,5</b> | <b>456,5</b> |
| Wartości niematerialne i prawne | 100,3        | 100,0        | 99,5         | 99,5         | 99,5         | 99,5         | 99,5         |
| Rzeczowe aktywa trwałe          | 335,9        | 325,9        | 311,2        | 304,9        | 303,8        | 303,8        | 303,8        |
| Pozostałe                       | 62,0         | 50,5         | 53,3         | 53,3         | 53,3         | 53,3         | 53,3         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>          | <b>266,3</b> | <b>268,1</b> | <b>241,9</b> | <b>251,6</b> | <b>262,3</b> | <b>286,2</b> | <b>297,9</b> |
| Zapasy                          | 45,5         | 38,3         | 30,7         | 32,0         | 37,0         | 37,6         | 38,1         |
| Należności krótkoterminowe      | 169,7        | 184,7        | 152,3        | 158,3        | 161,3        | 163,4        | 170,7        |
| Środki pieniężne                | 21,6         | 13,9         | 21,0         | 23,5         | 26,1         | 47,3         | 51,2         |
| <b>PASYWA</b>                   | <b>764,6</b> | <b>744,6</b> | <b>705,8</b> | <b>709,2</b> | <b>718,8</b> | <b>742,7</b> | <b>754,4</b> |
| <b>Kapitał własny</b>           | <b>348,2</b> | <b>327,1</b> | <b>347,0</b> | <b>368,4</b> | <b>389,6</b> | <b>410,5</b> | <b>432,7</b> |
| Kapitał podstawowy              | 278,0        | 278,0        | 278,0        | 278,0        | 278,0        | 278,0        | 278,0        |
| Kapitał zapasowy                | 83,4         | 100,6        | 92,2         | 92,2         | 92,2         | 92,2         | 92,2         |
| Zyski zatrzymane                | 3,7          | -33,3        | -4,4         | 17,0         | 38,2         | 59,1         | 81,3         |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b>   | <b>416,4</b> | <b>417,6</b> | <b>358,8</b> | <b>340,8</b> | <b>329,2</b> | <b>332,2</b> | <b>321,7</b> |
| Zobowiązania długoterminowe     | 183,0        | 139,1        | 109,4        | 111,1        | 136,9        | 134,6        | 116,3        |
| w tym dług odsetkowy            | 160,8        | 111,5        | 83,3         | 85,0         | 110,7        | 108,4        | 90,2         |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 231,9        | 277,5        | 249,4        | 229,7        | 192,4        | 197,6        | 205,4        |
| w tym dług odsetkowy            | 71,3         | 109,9        | 90,1         | 76,3         | 37,2         | 45,2         | 51,2         |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat – PKM Duda

| (mln PLN)                                            | 2011           | 2012           | 2013           | 2014P          | 2015P          | 2016P          | 2017P          |
|------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ogółem</b>                              | <b>1 670,0</b> | <b>2 104,1</b> | <b>1 903,6</b> | <b>1 861,1</b> | <b>1 901,4</b> | <b>1 930,5</b> | <b>1 956,7</b> |
| <i>zmiana r/r</i>                                    | <i>14,8%</i>   | <i>26,0%</i>   | <i>-9,5%</i>   | <i>-2,2%</i>   | <i>2,2%</i>    | <i>1,5%</i>    | <i>1,4%</i>    |
| <b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b> | <b>1 478,0</b> | <b>1 930,1</b> | <b>1 712,1</b> | <b>1 666,6</b> | <b>1 689,8</b> | <b>1 714,9</b> | <b>1 738,7</b> |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>                      | <b>191,9</b>   | <b>174,1</b>   | <b>191,5</b>   | <b>194,4</b>   | <b>211,6</b>   | <b>215,6</b>   | <b>218,0</b>   |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>                     | <i>11,5%</i>   | <i>8,3%</i>    | <i>10,1%</i>   | <i>10,4%</i>   | <i>11,1%</i>   | <i>11,2%</i>   | <i>11,1%</i>   |
| <b>EBIT</b>                                          | <b>54,4</b>    | <b>11,1</b>    | <b>38,4</b>    | <b>34,4</b>    | <b>34,8</b>    | <b>36,1</b>    | <b>36,0</b>    |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>83,5</b>    | <b>36,7</b>    | <b>63,5</b>    | <b>58,5</b>    | <b>60,1</b>    | <b>62,9</b>    | <b>64,6</b>    |
| <i>marża operacyjna</i>                              | <i>3,3%</i>    | <i>0,5%</i>    | <i>2,0%</i>    | <i>1,8%</i>    | <i>1,8%</i>    | <i>1,9%</i>    | <i>1,8%</i>    |
| Saldo z działalności finansowej                      | -11,9          | -19,3          | -14,1          | -11,1          | -9,8           | -11,4          | -9,7           |
| <b>Zysk (strata) brutto</b>                          | <b>42,5</b>    | <b>-8,2</b>    | <b>24,9</b>    | <b>23,3</b>    | <b>25,0</b>    | <b>24,7</b>    | <b>26,4</b>    |
| <i>marża brutto</i>                                  | <i>2,5%</i>    | <i>-0,4%</i>   | <i>1,3%</i>    | <i>1,3%</i>    | <i>1,3%</i>    | <i>1,3%</i>    | <i>1,3%</i>    |
| Podatek dochodowy                                    | 3,3            | 11,7           | 2,0            | 1,9            | 3,9            | 3,8            | 4,1            |
| <b>Zysk (strata) netto</b>                           | <b>39,1</b>    | <b>-19,9</b>   | <b>22,9</b>    | <b>21,4</b>    | <b>21,1</b>    | <b>20,9</b>    | <b>22,2</b>    |
| <i>marża netto</i>                                   | <i>2,3%</i>    | <i>-0,9%</i>   | <i>1,2%</i>    | <i>1,2%</i>    | <i>1,1%</i>    | <i>1,1%</i>    | <i>1,1%</i>    |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych – PKM Duda

| (mln PLN)                                     | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>57,1</b>  | <b>29,7</b>  | <b>83,0</b>  | <b>43,4</b>  | <b>49,9</b>  | <b>53,6</b>  | <b>54,4</b>  |
| Zysk netto                                    | 39,3         | -19,9        | 22,9         | 21,4         | 21,1         | 20,9         | 22,2         |
| Amortyzacja                                   | 29,1         | 25,6         | 25,0         | 24,2         | 25,3         | 26,8         | 28,6         |
| Zmiana kapitału obrotowego                    | 7,9          | 2,7          | -44,5        | 13,3         | 6,3          | 5,5          | 6,1          |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>11,5</b>  | <b>-7,7</b>  | <b>-8,8</b>  | <b>-17,8</b> | <b>-24,2</b> | <b>-26,8</b> | <b>-28,6</b> |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX)                  | -24,4        | -20,5        | -17,6        | -17,8        | -24,2        | -26,8        | -28,6        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>-90,9</b> | <b>-28,5</b> | <b>-67,1</b> | <b>-23,2</b> | <b>-23,1</b> | <b>-5,6</b>  | <b>-21,9</b> |
| Dywidenda                                     | 0,0          | -0,5         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Splata kredytów netto                         | -35,8        | -11,2        | -53,9        | -12,1        | -13,3        | 5,7          | -12,3        |
| Odsetki                                       | -17,7        | -16,8        | -14,2        | -11,1        | -9,8         | -11,4        | -9,7         |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>       | <b>-22,3</b> | <b>-6,5</b>  | <b>7,1</b>   | <b>2,4</b>   | <b>2,7</b>   | <b>21,2</b>  | <b>3,9</b>   |
| <b>Środki pieniężne:</b>                      |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>na początek okresu</b>                     | <b>42,8</b>  | <b>20,5</b>  | <b>13,9</b>  | <b>21,0</b>  | <b>23,4</b>  | <b>26,1</b>  | <b>47,2</b>  |
| <b>na koniec okresu</b>                       | <b>20,5</b>  | <b>13,9</b>  | <b>21,0</b>  | <b>23,4</b>  | <b>26,1</b>  | <b>47,2</b>  | <b>51,2</b>  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ



Tab. Wskaźniki finansowe – PKM Duda

|                | 2011 | 2012  | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|----------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS            | 1,36 | -0,72 | 0,82 | 0,77  | 0,76  | 0,75  | 0,80  |
| DPS            | 0,00 | 0,00  | 0,00 | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Dividend yield | 0,0% | 0,0%  | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| BVPS           | 12,1 | 11,8  | 12,5 | 13,3  | 14,0  | 14,8  | 15,6  |
| P/E            | 4,8  | -9,2  | 8,0  | 8,5   | 8,7   | 8,8   | 8,2   |
| P/BV           | 0,5  | 0,6   | 0,5  | 0,5   | 0,5   | 0,4   | 0,4   |
| P/S            | 0,11 | 0,09  | 0,10 | 0,10  | 0,10  | 0,09  | 0,09  |
| P/CE           | 2,8  | 32,0  | 3,8  | 4,0   | 3,9   | 3,8   | 3,6   |
| EV/EBIT        | 6,2  | 30,5  | 8,8  | 9,8   | 9,7   | 9,3   | 9,4   |
| EV/EBITDA      | 4,0  | 9,2   | 5,3  | 5,8   | 5,6   | 5,4   | 5,2   |
| EV/S           | 0,20 | 0,16  | 0,18 | 0,18  | 0,18  | 0,17  | 0,17  |

Źródło: BM BGŻ

P - prognozy BM BGŻ

|                                | 2011  | 2012    | 2013    | 2014P  | 2015P | 2016P | 2017P |
|--------------------------------|-------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|
| rentowność brutto na sprzedaży | 11,5% | 8,3%    | 10,1%   | 10,4%  | 11,1% | 11,2% | 11,1% |
| rentowność EBITDA              | 5,0%  | 1,7%    | 3,3%    | 3,1%   | 3,2%  | 3,3%  | 3,3%  |
| rentowność EBIT                | 3,3%  | 0,5%    | 2,0%    | 1,8%   | 1,8%  | 1,9%  | 1,8%  |
| rentowność netto               | 2,3%  | -0,9%   | 1,2%    | 1,2%   | 1,1%  | 1,1%  | 1,1%  |
| ROA                            | 5,1%  | -2,7%   | 3,2%    | 3,0%   | 2,9%  | 2,8%  | 2,9%  |
| ROE                            | 11,2% | -6,1%   | 6,6%    | 5,8%   | 5,4%  | 5,1%  | 5,1%  |
| dynamika przychodów            | 14,8% | 26,0%   | -9,5%   | -2,2%  | 2,2%  | 1,5%  | 1,4%  |
| dynamika EBITDA                | -9,4% | -56,1%  | 73,0%   | -7,8%  | 2,6%  | 4,8%  | 2,7%  |
| dynamika EBIT                  | -5,9% | -79,7%  | 247,8%  | -10,6% | 1,2%  | 3,8%  | -0,2% |
| dynamika EPS                   | 12,3% | -152,6% | -215,2% | -6,5%  | -1,4% | -1,2% | 6,4%  |
| dług/aktywa                    | 30,4% | 29,7%   | 24,6%   | 22,7%  | 20,6% | 20,7% | 18,7% |
| dług/kapitał własny            | 66,7% | 67,7%   | 50,0%   | 43,8%  | 38,0% | 37,4% | 32,7% |
| dług/EBITDA                    | 2,8   | 6,0     | 2,7     | 2,8    | 2,5   | 2,4   | 2,2   |
| EBIT/odsetki                   | 2,8   | 0,6     | 2,6     | 3,0    | 3,4   | 2,9   | 3,2   |
| płynność bieżąca               | 1,1   | 1,0     | 1,0     | 1,1    | 1,4   | 1,4   | 1,5   |
| płynność szybka                | 1,0   | 0,8     | 0,8     | 1,0    | 1,2   | 1,3   | 1,3   |
| płynność gotówkowa             | 0,09  | 0,05    | 0,08    | 0,10   | 0,14  | 0,24  | 0,25  |
| rotacja zapasów (dni)          | 11,2  | 7,2     | 6,5     | 7,0    | 8,0   | 8,0   | 8,0   |
| rotacja należności (dni)       | 33,4  | 28,6    | 25,2    | 27,0   | 27,0  | 27,0  | 28,0  |
| rotacja zobowiązań (dni)       | 31,6  | 24,6    | 28,5    | 28,0   | 28,0  | 27,0  | 27,0  |
| cykl rotacji gotówki (dni)     | 13,0  | 11,2    | 3,3     | 6,0    | 7,0   | 8,0   | 9,0   |
| WACC                           | 11,2% | 15,8%   | 10,8%   | 9,2%   | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| ROIC                           | 7,8%  | 1,5%    | 5,7%    | 5,4%   | 5,3%  | 5,4%  | 5,2%  |
| EVA (mln)                      | -18,7 | -82,8   | -27,9   | -19,8  | -19,6 | -19,3 | -21,7 |
| FCFF (mln)                     | 105,5 | 57,8    | 29,2    | 83,1   | 83,9  | 88,4  | 92,4  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

## Tabele i prognozy - Tarczyński

Tab. Bilans - Tarczyński

| (mln PLN)                       | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTYWA</b>                   | <b>256,6</b> | <b>236,4</b> | <b>329,9</b> | <b>374,5</b> | <b>397,6</b> | <b>412,6</b> | <b>425,6</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>            | <b>156,4</b> | <b>155,0</b> | <b>210,5</b> | <b>242,6</b> | <b>237,3</b> | <b>227,2</b> | <b>215,4</b> |
| Wartości niematerialne i prawne | 4,8          | 4,8          | 4,9          | 6,8          | 6,6          | 6,1          | 5,5          |
| Rzeczowe aktywa trwałe          | 142,6        | 142,1        | 198,9        | 229,1        | 224,1        | 214,4        | 203,2        |
| Pozostałe                       | 8,9          | 8,0          | 6,7          | 6,7          | 6,7          | 6,7          | 6,7          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>          | <b>100,3</b> | <b>81,4</b>  | <b>119,4</b> | <b>131,9</b> | <b>160,3</b> | <b>185,4</b> | <b>210,2</b> |
| Zapasy                          | 25,2         | 22,7         | 35,0         | 32,7         | 36,2         | 39,4         | 42,0         |
| Należności krótkoterminowe      | 67,4         | 51,6         | 46,4         | 55,6         | 61,5         | 67,0         | 71,3         |
| Środki pieniężne                | 2,4          | 1,0          | 23,3         | 28,8         | 47,9         | 64,3         | 82,2         |
| <b>PASYWA</b>                   | <b>256,6</b> | <b>236,4</b> | <b>329,9</b> | <b>374,5</b> | <b>397,6</b> | <b>412,6</b> | <b>425,6</b> |
| <b>Kapitał własny</b>           | <b>90,8</b>  | <b>65,1</b>  | <b>115,4</b> | <b>124,0</b> | <b>134,1</b> | <b>142,7</b> | <b>152,4</b> |
| Kapitał podstawowy              | 7,6          | 6,3          | 11,3         | 11,3         | 11,3         | 11,3         | 11,3         |
| Kapitał zapasowy                | 57,1         | 43,8         | 56,8         | 56,8         | 56,8         | 56,8         | 56,8         |
| Zyski zatrzymane                | 7,5          | 14,9         | 10,1         | 18,7         | 28,7         | 37,4         | 47,0         |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b>   | <b>165,8</b> | <b>171,3</b> | <b>214,5</b> | <b>250,5</b> | <b>263,5</b> | <b>269,9</b> | <b>273,2</b> |
| Zobowiązania długoterminowe     | 77,0         | 77,1         | 91,4         | 118,0        | 106,8        | 105,9        | 103,1        |
| w tym dług odsetkowy            | 57,1         | 55,1         | 69,6         | 96,1         | 84,9         | 84,1         | 81,2         |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 88,8         | 94,2         | 123,1        | 132,5        | 156,7        | 164,0        | 170,1        |
| w tym dług odsetkowy            | 16,3         | 36,3         | 47,5         | 53,4         | 58,0         | 60,4         | 62,9         |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat - Tarczyński

| (mln PLN)                                            | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ogółem</b>                              | <b>378,8</b> | <b>386,7</b> | <b>448,3</b> | <b>508,6</b> | <b>562,5</b> | <b>612,7</b> | <b>652,3</b> |
| <i>zmiana r/r</i>                                    | <i>20,7%</i> | <i>2,1%</i>  | <i>15,9%</i> | <i>13,5%</i> | <i>10,6%</i> | <i>8,9%</i>  | <i>6,5%</i>  |
| <b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b> | <b>311,6</b> | <b>309,5</b> | <b>362,4</b> | <b>415,0</b> | <b>459,9</b> | <b>500,2</b> | <b>532,6</b> |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>                      | <b>67,2</b>  | <b>77,2</b>  | <b>85,9</b>  | <b>93,6</b>  | <b>102,6</b> | <b>112,5</b> | <b>119,7</b> |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>                     | <i>17,7%</i> | <i>20,0%</i> | <i>19,2%</i> | <i>18,4%</i> | <i>18,2%</i> | <i>18,4%</i> | <i>18,3%</i> |
| <b>EBIT</b>                                          | <b>9,6</b>   | <b>21,2</b>  | <b>17,3</b>  | <b>18,1</b>  | <b>19,3</b>  | <b>21,3</b>  | <b>22,8</b>  |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>20,8</b>  | <b>33,3</b>  | <b>32,9</b>  | <b>38,5</b>  | <b>39,7</b>  | <b>42,7</b>  | <b>45,1</b>  |
| <i>marża operacyjna</i>                              | <i>2,5%</i>  | <i>5,5%</i>  | <i>3,9%</i>  | <i>3,6%</i>  | <i>3,4%</i>  | <i>3,5%</i>  | <i>3,5%</i>  |
| Saldo z działalności finansowej                      | -4,9         | -7,1         | -5,4         | -7,3         | -7,0         | -7,0         | -6,9         |
| <b>Zysk (strata) brutto</b>                          | <b>4,7</b>   | <b>14,1</b>  | <b>11,9</b>  | <b>10,8</b>  | <b>12,4</b>  | <b>14,3</b>  | <b>15,9</b>  |
| <i>marża brutto</i>                                  | <i>1,2%</i>  | <i>3,6%</i>  | <i>2,7%</i>  | <i>2,1%</i>  | <i>2,2%</i>  | <i>2,3%</i>  | <i>2,4%</i>  |
| Podatek dochodowy                                    | 0,8          | 3,3          | 2,6          | 2,1          | 2,4          | 2,7          | 3,0          |
| <b>Zysk (strata) netto</b>                           | <b>3,9</b>   | <b>10,8</b>  | <b>9,3</b>   | <b>8,6</b>   | <b>10,0</b>  | <b>11,5</b>  | <b>12,9</b>  |
| <i>marża netto</i>                                   | <i>1,0%</i>  | <i>2,8%</i>  | <i>2,1%</i>  | <i>1,7%</i>  | <i>1,8%</i>  | <i>1,9%</i>  | <i>2,0%</i>  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych - Tarczyński

| (mln PLN)                                     | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>8,6</b>   | <b>34,4</b>  | <b>28,3</b>  | <b>33,3</b>  | <b>34,6</b>  | <b>37,5</b>  | <b>40,2</b>  |
| Zysk netto                                    | 3,9          | 10,8         | 9,3          | 8,6          | 10,0         | 11,5         | 12,9         |
| Amortyzacja                                   | 11,1         | 12,0         | 15,6         | 20,4         | 20,4         | 21,5         | 22,3         |
| Zmiana kapitału obrotowego                    | 18,1         | -10,4        | 0,2          | 3,4          | 3,2          | 2,9          | 2,3          |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-13,1</b> | <b>-9,1</b>  | <b>-48,2</b> | <b>-52,6</b> | <b>-16,1</b> | <b>-12,3</b> | <b>-11,5</b> |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX)                  | -17,6        | -9,7         | -51,7        | -52,6        | -16,1        | -12,3        | -11,5        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>4,1</b>   | <b>-26,7</b> | <b>42,2</b>  | <b>24,8</b>  | <b>0,5</b>   | <b>-8,8</b>  | <b>-10,9</b> |
| Dywidenda                                     | -4,0         | -4,5         | -1,3         | 0,0          | 0,0          | -2,9         | -3,2         |
| Splata kredytów netto                         | 2,0          | 15,4         | 0,6          | 32,5         | -6,7         | 1,6          | -0,3         |
| Odsetki                                       | -3,8         | -6,3         | -4,8         | -7,7         | -7,4         | -7,4         | -7,4         |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>       | <b>-0,4</b>  | <b>-1,4</b>  | <b>22,3</b>  | <b>5,5</b>   | <b>19,0</b>  | <b>16,4</b>  | <b>17,8</b>  |
| <b>Środki pieniężne:</b>                      |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>na początek okresu</b>                     | <b>2,8</b>   | <b>2,4</b>   | <b>1,0</b>   | <b>23,3</b>  | <b>28,8</b>  | <b>47,9</b>  | <b>64,3</b>  |
| <b>na koniec okresu</b>                       | <b>2,4</b>   | <b>1,0</b>   | <b>23,3</b>  | <b>28,8</b>  | <b>47,9</b>  | <b>64,3</b>  | <b>82,2</b>  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki finansowe - Tarczyński**

|                | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS            | 0,51 | 1,71 | 0,82 | 0,76  | 0,88  | 1,02  | 1,13  |
| DPS            | 0,53 | 0,72 | 0,11 | 0,00  | 0,00  | 0,25  | 0,28  |
| Dividend yield | 5,3% | 7,2% | 1,1% | 0,0%  | 0,0%  | 2,5%  | 2,8%  |
| BVPS           | 11,9 | 10,3 | 10,2 | 10,9  | 11,8  | 12,6  | 13,4  |
| P/E            | 19,7 | 5,8  | 12,2 | 13,1  | 11,3  | 9,8   | 8,8   |
| P/BV           | 0,8  | 1,0  | 1,0  | 0,9   | 0,8   | 0,8   | 0,7   |
| P/S            | 0,20 | 0,16 | 0,25 | 0,22  | 0,20  | 0,19  | 0,17  |
| P/CE           | 5,1  | 2,8  | 4,6  | 3,9   | 3,7   | 3,4   | 3,2   |
| EV/EBIT        | 21,6 | 9,8  | 12,0 | 11,5  | 10,7  | 9,8   | 9,1   |
| EV/EBITDA      | 10,0 | 6,2  | 6,3  | 5,4   | 5,2   | 4,9   | 4,6   |
| EV/S           | 0,55 | 0,54 | 0,46 | 0,41  | 0,37  | 0,34  | 0,32  |

Źródło: BM BGŻ

P - prognozy BM BGŻ

|                                | 2011   | 2012   | 2013   | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| rentowność brutto na sprzedaży | 17,7%  | 20,0%  | 19,2%  | 18,4% | 18,2% | 18,4% | 18,3% |
| rentowność EBITDA              | 2,5%   | 5,5%   | 3,9%   | 3,6%  | 3,4%  | 3,5%  | 3,5%  |
| rentowność EBIT                | 5,5%   | 8,6%   | 7,3%   | 7,6%  | 7,1%  | 7,0%  | 6,9%  |
| rentowność netto               | 1,0%   | 2,8%   | 2,1%   | 1,7%  | 1,8%  | 1,9%  | 2,0%  |
| ROA                            | 1,5%   | 4,6%   | 2,8%   | 2,3%  | 2,5%  | 2,8%  | 3,0%  |
| ROE                            | 4,2%   | 16,6%  | 8,1%   | 7,0%  | 7,5%  | 8,1%  | 8,4%  |
| dynamika przychodów            | 20,7%  | 2,1%   | 15,9%  | 13,5% | 10,6% | 8,9%  | 6,5%  |
| dynamika EBITDA                | -28,5% | 60,3%  | -1,1%  | 17,0% | 3,1%  | 7,5%  | 5,6%  |
| dynamika EBIT                  | -49,4% | 121,0% | -18,5% | 4,4%  | 7,0%  | 9,9%  | 7,3%  |
| dynamika EPS                   | -82,1% | 238,1% | -52,1% | -7,3% | 16,2% | 15,1% | 11,3% |
| dług/aktywa                    | 28,6%  | 29,7%  | 24,6%  | 22,7% | 20,6% | 20,7% | 18,7% |
| dług/kapitał własny            | 80,8%  | 67,7%  | 50,0%  | 43,7% | 37,8% | 37,3% | 32,5% |
| dług/EBITDA                    | 3,5    | 2,7    | 3,6    | 3,9   | 3,6   | 3,4   | 3,2   |
| EBIT/odsetki                   | 2,5    | 3,4    | 3,6    | 2,3   | 2,6   | 2,9   | 3,1   |
| płynność bieżąca               | 1,8    | 1,7    | 2,2    | 2,3   | 2,5   | 2,6   | 2,8   |
| płynność szybka                | 1,3    | 1,2    | 1,5    | 1,7   | 1,9   | 2,1   | 2,2   |
| płynność gotówkowa             | 0,0    | 0,0    | 0,4    | 0,5   | 0,7   | 0,9   | 1,1   |
| rotacja zapasów (dni)          | 11,2   | 7,2    | 6,5    | 7,0   | 8,0   | 8,0   | 8,0   |
| rotacja należności (dni)       | 33,4   | 28,6   | 25,2   | 27,0  | 27,0  | 27,0  | 28,0  |
| rotacja zobowiązań (dni)       | 31,6   | 24,6   | 28,5   | 28,0  | 28,0  | 27,0  | 27,0  |
| cykl rotacji gotówki (dni)     | 13,0   | 11,2   | 3,3    | 6,0   | 7,0   | 8,0   | 9,0   |
| WACC                           | 11,2%  | 15,8%  | 10,8%  | 9,7%  | 9,4%  | 9,6%  | 9,5%  |
| ROIC                           | 1,4%   | 10,5%  | 9,0%   | 6,3%  | 5,7%  | 6,2%  | 6,4%  |
| EVA (mln)                      | -54,9  | -8,8   | -2,8   | -7,8  | -10,0 | -9,4  | -8,9  |
| FCFF (mln)                     | 54,6   | 28,5   | 81,5   | 91,1  | 55,3  | 53,9  | 54,5  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

## Tabele i prognozy – ZM Henryk Kania

Tab. Bilans – ZM Henryk Kania

| (mln PLN)                       | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTYWA</b>                   | <b>297,9</b> | <b>362,0</b> | <b>426,5</b> | <b>508,8</b> | <b>572,4</b> | <b>621,0</b> | <b>657,7</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>            | <b>141,1</b> | <b>168,4</b> | <b>177,5</b> | <b>175,6</b> | <b>175,6</b> | <b>175,6</b> | <b>175,6</b> |
| Wartości niematerialne i prawne | 40,5         | 48,3         | 47,9         | 47,9         | 47,9         | 47,9         | 47,9         |
| Rzeczowe aktywa trwałe          | 99,7         | 102,0        | 107,2        | 105,3        | 105,3        | 105,3        | 105,3        |
| Pozostałe                       | 0,9          | 18,1         | 22,4         | 22,4         | 22,4         | 22,4         | 22,4         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>          | <b>156,8</b> | <b>193,6</b> | <b>249,0</b> | <b>333,1</b> | <b>396,8</b> | <b>445,3</b> | <b>482,1</b> |
| Zapasy                          | 64,1         | 74,4         | 63,4         | 98,6         | 113,6        | 120,3        | 123,9        |
| Należności krótkoterminowe      | 91,7         | 112,2        | 185,0        | 237,9        | 252,7        | 261,9        | 266,8        |
| Środki pieniężne                | 0,7          | 6,7          | 0,2          | -3,6         | 30,2         | 62,9         | 91,2         |
| <b>PASYWA</b>                   | <b>297,9</b> | <b>362,0</b> | <b>426,5</b> | <b>508,8</b> | <b>572,4</b> | <b>621,0</b> | <b>657,7</b> |
| <b>Kapitał własny</b>           | <b>106,1</b> | <b>136,2</b> | <b>153,1</b> | <b>181,1</b> | <b>215,5</b> | <b>254,1</b> | <b>295,2</b> |
| Kapitał akcyjny                 | 0,7          | 6,3          | 6,3          | 6,3          | 6,3          | 6,3          | 6,3          |
| Zyski zatrzymane                | 105,3        | 125,1        | 140,4        | 168,4        | 202,7        | 241,4        | 282,5        |
| Aktywa dostępne do sprzedaży    | 0,0          | 4,8          | 6,5          | 6,5          | 6,5          | 6,5          | 6,5          |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b>   | <b>191,8</b> | <b>225,8</b> | <b>273,3</b> | <b>327,6</b> | <b>356,9</b> | <b>366,9</b> | <b>362,5</b> |
| Zobowiązania długoterminowe     | 92,8         | 62,7         | 98,9         | 125,8        | 131,4        | 122,1        | 102,7        |
| w tym dług odsetkowy            | 50,0         | 49,0         | 86,9         | 113,8        | 119,4        | 110,1        | 90,7         |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 99,0         | 163,2        | 174,4        | 201,8        | 225,5        | 244,8        | 259,8        |
| w tym dług odsetkowy            | 11,6         | 63,5         | 46,7         | 33,4         | 44,6         | 54,6         | 64,6         |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat – ZM Henryk Kania

| (mln PLN)                                            | 2011          | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P          | 2017P          |
|------------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ogółem</b>                              | <b>310,5</b>  | <b>391,4</b> | <b>605,7</b> | <b>874,1</b> | <b>966,8</b> | <b>1 024,8</b> | <b>1 055,5</b> |
| <i>zmiana r/r</i>                                    | <i>-11,2%</i> | <i>26,0%</i> | <i>54,8%</i> | <i>44,3%</i> | <i>10,6%</i> | <i>6,0%</i>    | <i>3,0%</i>    |
| <b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b> | <b>292,6</b>  | <b>376,8</b> | <b>581,0</b> | <b>836,6</b> | <b>921,7</b> | <b>975,9</b>   | <b>1004,7</b>  |
| <b>Zysk ze sprzedaży</b>                             | <b>17,9</b>   | <b>14,6</b>  | <b>24,7</b>  | <b>37,5</b>  | <b>45,1</b>  | <b>48,9</b>    | <b>50,8</b>    |
| <i>marża na sprzedaży</i>                            | <i>5,8%</i>   | <i>3,7%</i>  | <i>4,1%</i>  | <i>4,3%</i>  | <i>4,7%</i>  | <i>4,8%</i>    | <i>4,8%</i>    |
| <b>EBIT</b>                                          | <b>16,2</b>   | <b>14,3</b>  | <b>23,6</b>  | <b>37,1</b>  | <b>44,6</b>  | <b>48,4</b>    | <b>49,9</b>    |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>21,7</b>   | <b>20,2</b>  | <b>30,3</b>  | <b>43,8</b>  | <b>51,4</b>  | <b>55,6</b>    | <b>57,4</b>    |
| <i>marża operacyjna</i>                              | <i>5,2%</i>   | <i>3,7%</i>  | <i>3,9%</i>  | <i>4,2%</i>  | <i>4,6%</i>  | <i>4,7%</i>    | <i>4,7%</i>    |
| Saldo z działalności finansowej                      | -6,1          | -6,4         | -7,3         | -3,6         | -2,2         | -0,7           | 0,9            |
| <b>Zysk (strata) brutto</b>                          | <b>10,1</b>   | <b>7,9</b>   | <b>16,3</b>  | <b>33,6</b>  | <b>42,4</b>  | <b>47,7</b>    | <b>50,8</b>    |
| <i>marża brutto</i>                                  | <i>3,2%</i>   | <i>2,0%</i>  | <i>2,7%</i>  | <i>3,8%</i>  | <i>4,4%</i>  | <i>4,7%</i>    | <i>4,8%</i>    |
| Podatek dochodowy                                    | 2,4           | 1,4          | 1,0          | 5,5          | 8,1          | 9,1            | 9,7            |
| <b>Zysk (strata) netto</b>                           | <b>7,7</b>    | <b>6,5</b>   | <b>15,3</b>  | <b>28,0</b>  | <b>34,3</b>  | <b>38,6</b>    | <b>41,1</b>    |
| <i>marża netto</i>                                   | <i>2,5%</i>   | <i>1,7%</i>  | <i>2,5%</i>  | <i>3,2%</i>  | <i>3,6%</i>  | <i>3,8%</i>    | <i>3,9%</i>    |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych – ZM Henryk Kania

| (mln PLN)                                     | 2011         | 2012        | 2013        | 2014P       | 2015P       | 2016P       | 2017P       |
|-----------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>-13,3</b> | <b>10,8</b> | <b>-6,6</b> | <b>-9,0</b> | <b>26,0</b> | <b>40,0</b> | <b>44,3</b> |
| Zysk brutto                                   | 10,1         | 7,9         | 16,3        | 33,6        | 42,4        | 47,7        | 50,8        |
| Amortyzacja                                   | 5,5          | 5,8         | 6,7         | 6,7         | 6,9         | 7,2         | 7,5         |
| Zmiana kapitału obrotowego                    | -33,4        | 20,1        | -58,5       | 47,3        | 17,4        | 6,5         | 3,5         |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-5,9</b>  | <b>-8,4</b> | <b>4,6</b>  | <b>-4,8</b> | <b>-6,9</b> | <b>-7,2</b> | <b>-7,5</b> |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX)                  | -5,9         | -3,8        | -2,5        | -4,8        | -6,9        | -7,2        | -7,5        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>18,2</b>  | <b>-2,5</b> | <b>2,2</b>  | <b>10,0</b> | <b>14,7</b> | <b>-0,1</b> | <b>-8,4</b> |
| Dywidenda                                     | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Splata kredytów netto                         | 24,3         | 13,0        | 14,9        | 13,6        | 16,9        | 0,6         | -9,4        |
| Odsetki                                       | 5,5          | 11,5        | 7,0         | 3,6         | 2,2         | 0,7         | -0,9        |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>       | <b>-1,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-3,8</b> | <b>33,8</b> | <b>32,7</b> | <b>28,3</b> |
| <b>Środki pieniężne:</b>                      |              |             |             |             |             |             |             |
| <b>na początek okresu</b>                     | <b>1,1</b>   | <b>0,1</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-3,6</b> | <b>30,2</b> | <b>62,9</b> |
| <b>na koniec okresu</b>                       | <b>0,1</b>   | <b>0,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-3,6</b> | <b>30,2</b> | <b>62,9</b> | <b>91,2</b> |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ



Tab. Wskaźniki finansowe – ZM Henryk Kania

|                | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS            | 0,52 | 0,05 | 0,12 | 0,22  | 0,27  | 0,31  | 0,33  |
| DPS            | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Dividend yield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| BVPS           | 7,2  | 1,1  | 1,2  | 1,4   | 1,7   | 2,0   | 2,4   |
| P/E            | 4,6  | 46,3 | 19,6 | 10,7  | 8,7   | 7,8   | 7,3   |
| P/BV           | 0,3  | 2,2  | 2,0  | 1,7   | 1,4   | 1,2   | 1,0   |
| P/S            | 0,11 | 0,77 | 0,50 | 0,34  | 0,31  | 0,29  | 0,28  |
| P/CE           | 2,9  | 24,4 | 13,7 | 8,7   | 7,3   | 6,6   | 6,2   |
| EV/EBIT        | 26,2 | 29,5 | 17,9 | 11,4  | 9,5   | 8,7   | 8,5   |
| EV/EBITDA      | 19,5 | 21,0 | 14,0 | 9,7   | 8,2   | 7,6   | 7,4   |
| EV/S           | 1,4  | 1,1  | 0,7  | 0,5   | 0,4   | 0,4   | 0,4   |

Źródło: BM BGŻ

P - prognozy BM BGŻ

|                            | 2011   | 2012   | 2013   | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P |
|----------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| rentowność na sprzedaży    | 5,8%   | 3,7%   | 4,1%   | 4,3%  | 4,7%  | 4,8%  | 4,8%  |
| rentowność EBITDA          | 7,0%   | 5,1%   | 5,0%   | 5,0%  | 5,3%  | 5,4%  | 5,4%  |
| rentowność EBIT            | 5,2%   | 3,7%   | 3,9%   | 4,2%  | 4,6%  | 4,7%  | 4,7%  |
| rentowność netto           | 2,5%   | 1,7%   | 2,5%   | 3,2%  | 3,6%  | 3,8%  | 3,9%  |
| ROA                        | 2,6%   | 1,8%   | 3,6%   | 5,5%  | 6,0%  | 6,2%  | 6,3%  |
| ROE                        | 7,2%   | 4,8%   | 10,0%  | 15,5% | 15,9% | 15,2% | 13,9% |
| dynamika przychodów        | -11,2% | 26,0%  | 54,8%  | 44,3% | 10,6% | 6,0%  | 3,0%  |
| dynamika EBITDA            | 40,6%  | -7,1%  | 50,2%  | 44,7% | 17,5% | 8,0%  | 3,2%  |
| dynamika EBIT              | 108,4% | -11,2% | 64,5%  | 57,2% | 20,1% | 8,5%  | 3,1%  |
| dynamika EPS               | 175,7% | -90,0% | 135,5% | 83,3% | 22,5% | 12,4% | 6,6%  |
| dług/aktywa                | 20,7%  | 31,1%  | 31,3%  | 28,9% | 28,7% | 26,5% | 23,6% |
| dług/kapitał własny        | 58,0%  | 82,6%  | 87,3%  | 81,3% | 76,1% | 64,8% | 52,6% |
| dług/EBITDA                | 2,8    | 5,6    | 4,4    | 3,4   | 3,2   | 3,0   | 2,7   |
| EBIT/odsetki               | 2,0    | 1,0    | 1,4    | 4,0   | 3,0   | 3,8   | 4,0   |
| płynność bieżąca           | 1,6    | 1,2    | 1,4    | 1,7   | 1,8   | 1,8   | 1,9   |
| płynność szybka            | 0,9    | 0,7    | 1,1    | 1,2   | 1,3   | 1,3   | 1,4   |
| płynność gotówkowa         | 0,00   | 0,00   | 0,00   | -0,02 | 0,13  | 0,26  | 0,35  |
| rotacja zapasów (dni)      | 80,0   | 72,1   | 39,9   | 43,0  | 45,0  | 45,0  | 45,0  |
| rotacja należności (dni)   | 95,9   | 96,6   | 51,8   | 58,0  | 58,0  | 58,0  | 58,0  |
| rotacja zobowiązań (dni)   | 79,7   | 73,7   | 66,6   | 64,0  | 63,0  | 63,0  | 63,0  |
| cykl rotacji gotówki (dni) | 96,2   | 95,0   | 25,1   | 37,0  | 40,0  | 40,0  | 40,0  |
| WACC                       | 12,3%  | 12,2%  | 12,4%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| ROIC                       | 10,3%  | 6,9%   | 7,7%   | 10,5% | 11,0% | 10,3% | 9,6%  |
| EVA (mln)                  | -2,6   | -8,7   | -11,8  | 4,2   | 6,7   | 5,2   | 2,8   |
| FCFF (mln)                 | -8,9   | 41,3   | -30,2  | 88,8  | 67,3  | 60,1  | 58,9  |

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

| Rekomendacje i Analizy | telefon | adres email |
|------------------------|---------|-------------|
|------------------------|---------|-------------|

|                       |                     |                                                                          |
|-----------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <b>Witold Wroński</b> | <b>22 329 43 46</b> | <a href="mailto:witold.wronski@bgz.pl">witold.wronski@bgz.pl</a>         |
| Krzysztof Kozieł      | 22 329 43 44        | <a href="mailto:krzysztof.koziel@bgz.pl">krzysztof.koziel@bgz.pl</a>     |
| Michał Krajczewski    | 22 329 43 40        | <a href="mailto:michal.krajczewski@bgz.pl">michal.krajczewski@bgz.pl</a> |
| Adam Anioł            | 22 329 43 43        | <a href="mailto:adam.aniol1@bgz.pl">adam.aniol1@bgz.pl</a>               |

| Doradztwo Inwestycyjne | telefon | adres email |
|------------------------|---------|-------------|
|------------------------|---------|-------------|

|                       |                     |                                                                        |
|-----------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------------|
| <b>Witold Wroński</b> | <b>22 329 43 46</b> | <a href="mailto:witold.wronski@bgz.pl">witold.wronski@bgz.pl</a>       |
| Radosław Lipiński     | 22 329 43 45        | <a href="mailto:radoslaw.lipinski@bgz.pl">radoslaw.lipinski@bgz.pl</a> |

| Wydział kluczowych klientów | telefon | adres email |
|-----------------------------|---------|-------------|
|-----------------------------|---------|-------------|

|                          |                     |                                                                          |
|--------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <b>Jacek Szczepański</b> | <b>22 329 43 20</b> | <a href="mailto:jacek.szczepanski@bgz.pl">jacek.szczepanski@bgz.pl</a>   |
| Grzegorz Leszek          | 22 329 43 55        | <a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>       |
| Przemysław Borycki       | 22 329 43 22        | <a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a> |
| Sławomir Orzechowski     | 22 329 43 54        | <a href="mailto:s.orzechowski@bgz.pl">s.orzechowski@bgz.pl</a>           |

| Oferty Publiczne (IPO) | telefon | adres email |
|------------------------|---------|-------------|
|------------------------|---------|-------------|

|                      |                     |                                                                    |
|----------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------|
| <b>Ewa Kostrzewa</b> | <b>22 329 43 18</b> | <a href="mailto:ewa.kostrzewa@bgz.pl">ewa.kostrzewa@bgz.pl</a>     |
| Marek Jaczewski      | 22 329 43 53        | <a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a> |

### Internetowe serwisy transakcyjne



Zlecenia na GPW i New Connect

[http://www.bgz.pl/biuro\\_maklerskie/zlecenia\\_gpw.html](http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html)



Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

[http://www.bgz.pl/biuro\\_maklerskie/zapisy\\_ipo.html](http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html)

### Centra Obsługi Produktów Inwestycyjnych

|           |                       |              |            |                     |              |
|-----------|-----------------------|--------------|------------|---------------------|--------------|
| Białystok | ul. Suraska 3 a       | 85 744 21 08 | Poznań     | ul. Piekary 17      | 61 858 26 81 |
| Ciechanów | ul. 17-go Stycznia 60 | 23 674 13 52 | Radom      | ul. Traugutta 29    | 48 361 22 71 |
| Kielce    | ul. Sienkiewicza 47   | 41 248 14 95 | Siedlce    | ul. Joselewicza 3   | 25 640 90 46 |
| Nowy Sącz | ul. Nawojowska 4      | 18 443 53 91 | Tarnobrzeg | ul. Wyspiańskiego 5 | 15 823 89 87 |
| Opole     | ul. Rynek 24/25       | 77 454 43 64 | Warszawa   | ul. Grzybowska 4    | 22 581 54 51 |

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. (dalej BM BGŻ S.A.) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM 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 jakkolwiek 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 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. 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 12 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 Podmiotami 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.

Według skonsolidowanego sprawozdania rocznego PKM Duda S.A. z dnia 19 marca 2014 r. Bank BGŻ, którego wydzieloną organizacyjnie jednostką jest Biuro Maklerskie był kredytodawcą Emitenta.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BM BGŻ, a podmioty powiązane z BM BGŻ nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona Emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BGŻ S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „trzymaj” jest dostępny na stronie :

[http://www.bgz.pl/biuro\\_maklerskie/hp\\_biuro/analizy\\_raporty.html](http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/hp_biuro/analizy_raporty.html)