



**Przemysł  
Spożywczy**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>11,74 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>17,40 PLN</b>
Kapitalizacja	140 mln PLN
Free float	50 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,81 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

EJT Investment S.à r.l.	47,13%
Jacek i Elżbieta Tarczyńscy	8,82%
ING OFE	8,81%
AVIVA OFE	8,64%
Pozostali	26,60%

#### Strategia dotycząca sektora

Dynamicznie rosnące ceny zbóż w latach 2010-2012 wywierały presję na wzrost cen żywca i wzrost kosztów wytworzenia przetwórców mięsa. Od początku 2012 roku większość z nich zdecydowała się na podwyżki cen produktów, które przy spadających w końcu 2012 roku cenach mięsa przełożyły się na wzrost rentowności ich działalności. Efekt ten powinien być widoczny również w pierwszej połowie 2013 roku, co wpłynie na poprawę rezultatów w porównaniu do 1H'12.

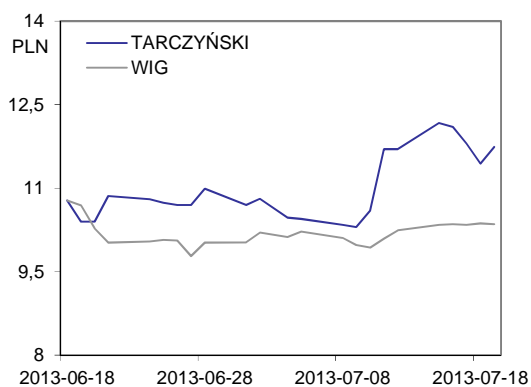
#### Profil spółki

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

#### Ważne daty

14.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za 1H  
08.11 - publikacja raportu skonsolidowanego za 3Q

#### Kurs akcji TAR na tle WIG



#### Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Tarczyński

TAR.PW; TARP.WA

## Kupuj

(Nowa)

## Dynamiczna ekspansja...

Tarczyński to jeden z najdynamiczniej rozwijających się producentów wyrobów wędliniarskich w Polsce. W ciągu 7 lat Spółka zwiększyła swoje moce produkcyjne wyrobów gotowych 2,5-krotnie do 35,2 tys. ton rocznie. Tarczyński stawia na produkty o wysokiej jakości, z górnej półki cenowej. Sukces firmy potwierdza piąte miejsce pod względem przychodów wśród przedsiębiorstw mięsnych w Polsce, a wykorzystanie mocy produkcyjnych jednego z najnowocześniejszych zakładów w Polsce (w Ujeźdźcu) sięga 95% (całej Grupy 70%). Na zachodzie Europy panuje trend odchodzenia konsumenta od tanich wędlin o niskiej zawartości mięsa. W Polsce analogiczny proces dopiero się rozpoczyna, na czym korzystają będą producenci wyrobów premium, jak Tarczyński. Spadki cen mięsa wieprzowego, jakie mają miejsce od 4Q'12, przekładają się na wzrost rentowności wędliniarzy, którzy z opóźnieniem dostosowują ceny do warunków rynkowych. Spółka ze środków finansowych pozyskanych z emisji (45 mln PLN) zamierza sfinansować rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu. Obecnie Tarczyński notowany jest na wskaźnikach P/E'13 9,1x i EV/EBITDA'13 5,2x z odpowiednio 30% i 23% dyskontem do spółek porównywalnych. **Rozpoczynamy rekomendowanie akcji Tarczyński z zaleceniem Kupuj, a cenę docelową akcji ustalamy na 17,4 PLN.**

#### Dotychczas dominował kanał tradycyjny, teraz czas na nowoczesny

Wyroby kierowane są głównie do kanału tradycyjnego (67%). W przyszłości Grupa planuje zwiększenie sprzedaży do kanału nowoczesnego (obecnie 28%), włączając w to również marki własne sieci handlowych (obecnie 75% produktów sprzedawana jest pod znakiem Tarczyński). Zwiększenie sprzedaży w kanale nowoczesnym łączyć się będzie z dynamicznym zwiększeniem wolumenu, co wynika z szybkiego rozwoju sieci handlowych.

#### Od 4Q'12 wzrost marży przetwórców

Dynamicznie rosnące ceny zbóż w latach 2010-2012 wywierały presję na wzrost cen żywca i wzrost kosztów wytworzenia przetwórców mięsa. Od początku 2012 roku większość z nich zdecydowała się na podwyżki cen produktów, które przy spadających w końcu 2012 roku cenach mięsa przełożyły się na wzrost rentowności ich działalności. Efekt ten powinien być widoczny również w pierwszej połowie 2013 roku, co wpłynie na poprawę rezultatów w porównaniu do 1H'12.

#### Lider rynku kabanosów z dynamicznie rosnącym udziałem rynkowym

Według badania zleconego GfK, cały rynek kabanosów nabywanych przez gospodarstwa domowe w Polsce w 2012 roku został oszacowany na 417,1 mln PLN. Największy wartościowy udział wśród producentów/marek posiadał Tarczyński (12,4%) i był jednym z najdynamiczniej zwiększającym udziały w rynku producentem/marką. Badanie przeprowadzone było przed wiosenną kampanią telewizyjną Tarczyńskiego w mediach.

(mln PLN)	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody	386,7	452,1	493,7	550,5	612,5
EBITDA	33,3	35,1	36,0	39,5	40,7
marża EBITDA	8,6%	7,8%	7,3%	7,2%	6,7%
EBIT	21,2	22,9	23,4	22,7	23,6
Zysk netto	10,8	14,7	15,6	15,9	16,7
DYield	6,0%	1,0%	0,0%	7,0%	7,7%
P/E	6,9	9,1	8,5	8,4	8,0
P/CE	3,3	5,0	4,7	4,1	3,9
P/BV	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,0	5,2	4,9	4,4	4,2

\* po uwzględnieniu środków z emisji (45 mln PLN)

## Profil Spółki

Grupa Tarczyński jest jednym z największych producentów wyrobów wędliniarskich w kraju. Grupa oferuje swoje produkty pod markami Tarczyński, Dobrosława oraz StarPeck. Spółka posiada trzy zakłady produkcyjne w Ujeźdźcu Małym (województwo dolnośląskie), Sławie (województwo lubuskie) oraz w Bielsku-Białej (województwo śląskie). Zakład w Ujeźdźcu Małym posiada jedno z najnowocześniejszych urządzeń i instalacji do produkcji wyrobów wędliniarskich w Europie (oddany w 2007 roku). Grupa dystrybuje swoje produkty w dwóch kanałach sprzedażowych: tradycyjnym (sklepy detaliczne, dystrybutorzy i hurtownicy) oraz nowoczesnym (hipermarkety, supermarkety i dyskonty). Model biznesowy koncentruje się na przetwórstwie mięsa wieprzowego (około 79% wolumenu zakupów w 2012 roku) i drobiowego (około 21% wolumenu zakupów w 2012 roku). Nowoczesne urządzenia i zastosowana w produkcji technologia gwarantują stałe utrzymywanie wysokiej jakości oraz innowacyjność w ofercie asortymentowej.

### Historia Grupy Tarczyński

Początki Grupy Tarczyński sięgają 1989 roku, kiedy Elżbieta i Jacek Tarczyński zarejestrowali działalność pod nazwą Zakład Przetwórstwa Mięsnego w Sułowie. W 1996 roku Tarczyński nabył Zakład Przetwórstwa Mięsnego w Trzebnicy i przeniósł produkcję z Sułowa do nowej lokalizacji. W 1998 roku powstała spółka z ograniczoną odpowiedzialnością pod nazwą „Zakład Przetwórstwa Mięsnego Tarczyński”, a w 2004 roku przedsiębiorstwo przekształcono w spółkę akcyjną. W 2005 roku przedmiotem przejęcia była Dobrosława za łączną kwotę 15 mln PLN. W tym samym czasie Spółka podpisała umowę z ARiMR na dofinansowanie kwotą 20 mln PLN budowy zakładu przetwórstwa mięsa w Ujeźdźcu Małym. W 2006 roku rozpoczęto budowę, a produkcja w nowej lokalizacji rozpoczęła się w 2007 roku. Siedziba Spółki została przeniesiona do Ujeźdźca Małego. W tym samym roku Tarczyński podjął decyzję o sprzedaży posiadanych 7 hurtowni, a pozyskane środki zasilili kapitał obrotowy pod nowy zakład produkcyjny.

### Historia Grupy Tarczyński

	Nabycie Zakładu Przetwórstwa Mięsnego w Trzebnicy	Przekształcenie w spółkę akcyjną	Zmiana nazwy firmy na Tarczyński S.A., Przejęcie Spółdzielni Dobrosława (za 15 mln PLN)	Rozpoczęcie budowy zakładu przetwórstwa mięsa w Ujeźdźcu Małym	Pozyskanie inwestora w celu zakupu StarPeck (20 mln PLN)	Wykup inwestora strategicznego (za 32 mln PLN)			
	1989	1996	1998	2004	2005	2006	2007	2010	2012
	Pan Jacek Tarczyński zakłada Zakład Przetwórstwa Mięsnego w Sułowie		Utworzenie Zakładu Przetwórstwa Mięsnego "Tarczyński" Sp. z o.o.	Umowa z ARiMR na dofinansowanie kwotą 20 mln PLN projektu budowy zakładu przetwórstwa mięsa		Rozpoczęcie produkcji w Ujeźdźcu Małym			

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

W 2010 roku Tarczyński pozyskał inwestora finansowego – Opera FIZ – w celu sfinansowania zakupu przedsiębiorstwa StarPeck w Bielsku-Białej (inwestor objął 16% udziałów w Tarczyński S.A.). Łączna kwota, jaką nowy inwestor dokapitalizował Spółkę wyniosła 20 mln PLN i za nią dokonano przejęcia StarPeck. W 2011 roku w wyniku dynamicznego wzrostu cen surowca mięsnego wyniki Spółki uległy pogorszeniu (EBIT spadł z 19,0 mln PLN w 2010 roku do 9,6 mln PLN w 2011 roku). Umowy między Spółką a inwestorem zezwalały w takim przypadku na zwiększenie zaangażowania w Tarczyńskim przez Opera FIZ i właściciele Spółki zdecydowali się wykupić udział inwestora za łączną kwotę 32 mln PLN. Spółka na ten cel zaciągnęła kredyt inwestycyjny w wysokości 25 mln PLN od Banku BZWBK. Obecnie Opera FIZ nie posiada udziałów w Tarczyński S.A. W 2012 roku Spółka skutecznie kontynuowała ekspansję w kierunku sprzedaży do kanału nowoczesnego. Rosnące ceny mięsa udawało się w 1-3Q'12 przekładać na klienta ostatecznego, a spadek cen surowca przy w miarę stabilnych cenach w końcówce roku przyczynił się do zwiększenia marży na produktach i wzrostu wyników finansowych.

## Struktura sprzedaży

Spółka oferuje swoje produkty pod markami Tarczyński (podstawowa marka Grupy), Dobrosława oraz StarPeck. Pod podstawową marką (Tarczyński) Grupa produkuje około 300 wyrobów mięsno-wędliniarskich. Najbardziej rozpoznawalnym produktem są wysokiej jakości kabanosy oraz inne produkty przywołujące najlepsze staropolskie tradycje, takie jak „Dębowa Tradycja” czy „Wędliny z Kotła”. Linia wyrobów pod marką Tarczyński jest nieustannie rozwijana, a Grupa dbając o ciągłe podnoszenie jakości i innowacyjność oferowanych produktów poszukuje nowych receptur i inspiracji, których wynikiem są między innymi linie „Smaki Świata”, „Wędliny Zakonne” czy „Wędliny ze Strusia”. Spółka produkuje również przetwory mięsne w słoikach (smalce, pasztety i mięsa charakterystyczne dla kuchni staropolskiej). Pod marką Dobrosława Grupa wytwarza ponad 140 produktów mięsnych (w tym kiełbasy, pieczenie oraz wędzonki), oparte na wysokiej jakości surowcu wieprzowym i drobiowym. Pod marką StarPeck (około 40 wyrobów wędliniarskich) Spółka produkuje przede wszystkim wędzonki i pieczone szynki z wysokiej jakości mięsa.

### Zakłady produkcyjne i linie produktowe Grupy Tarczyński

Ujeździec Mały	Sława	Bielsko-Biała
Województwo dolnośląskie, powiat trzebnicki	Województwo lubuskie, powiat wschowski	Województwo śląskie
Moce produkcyjne: 70 ton gotowego produktu dziennie (17,6 tys. ton rocznie)*	Moce produkcyjne: 40 ton gotowego produktu dziennie (10,0 tys. ton rocznie)*	Moce produkcyjne: 30 ton gotowego produktu dziennie (7,6 tys. ton rocznie)*
Około 300 wyrobów mięsnych	Około 140 wyrobów mięsnych	Około 40 wyrobów mięsnych
Kabanosy, wędliny, przetwory mięsne (smalce, pasztety, produkty staropolskie)	Kiełbasy, pieczenie, wędzonki	Szynki i wędzonki (gotowane i pieczone)
Linie: Dębowa Tradycja, Wędliny z Kotła, Smaki Świata, Wędliny Zakonne, Wędliny ze Strusia	Linie: Dobrosława	Linie: StarPeck
Zakład funkcjonuje od 3Q'07 - jeden z najnowocześniejszych takich obiektów w Europie	Spółka Dobrosława powstała w 2005 roku na bazie zakupionych aktywów Spółdzielni Dobrosława w Sławie (zakład mięsny z 60-letnią tradycją). Od IV'11 Spółka została przyłączona do Tarczyński S.A.	Zakład, który wchodził w skład aktywów Przedsiębiorstwa Mięsno-Wędliniarskiego StarPeck Wacław Laszczak. Aktywa te zostały nabyte w 2010 roku przez Spółkę StarPeck Sp. z o.o. w której Tarczyński posiadał 100% udziałów. Od IV'11 Spółka została połączona z Tarczyński S.A.

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

\* Zakładając 21-dniowy miesiąc pracy

Tarczyński sprzedaje swoje produkty na terenie kraju, w tym najwięcej na terenie województwa dolnośląskiego. Sprzedaż eksportowa jest niewielka – 5,3% przychodów wygenerowanych w 2012 roku. Głównymi kierunkami są takie kraje jak Anglia czy Holandia.

### Struktura sprzedaży Grupy ze względu na kanał dystrybucji (mln PLN)

Kanał dystrybucji	2010		2011		2012	
	Obroty	Udział	Obroty	Udział	Obroty	Udział
Eksport	9,0	2,9%	16,3	4,3%	20,5	5,3%
Nowoczesny	56,9	18,1%	75,0	19,8%	107,1	27,7%
Tradycyjny	247,8	79,0%	287,5	75,9%	259,0	67,0%
<b>Razem</b>	<b>313,8</b>		<b>378,8</b>		<b>386,7</b>	

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

**Struktura sprzedaży Grupy ze względu na asortyment (mln PLN)**

Grupa Produktów	2010		2011		2012	
	Obroty	Udział	Obroty	Udział	Obroty	Udział
Mięso	38,6	12,3%	34,4	9,1%	17,9	4,6%
Wyroby	258,8	82,5%	335,0	88,4%	359,9	93,1%
Towary	15,8	5,0%	8,7	2,3%	8,9	2,3%
Usługi	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Materiały	0,7	0,2%	0,7	0,2%	0,0	0,0%
<b>Razem</b>	<b>313,8</b>		<b>378,8</b>		<b>386,7</b>	

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Spółka dystrybuje swoje produkty za pośrednictwem dwóch kanałów:

- tradycyjny: głównie sklepy detaliczne i dystrybutorzy (hurtownicy), którzy następnie w ramach swoich sieci dystrybucyjnych dostarczają towar do największych sieci spożywczych lokalnych sklepów. W 2012 roku kanał ten odpowiadał za około 67,0% łącznego obrotu Grupy. Do największych sklepów detalicznych będących klientami Tarczyńskiego należą Piotr i Paweł, Alma, Społem; a w grupie hurtowników Staropolskie Wędliny i Makton (część koncernu Duda S.A.).

- nowoczesny: głównie hipermarkety, supermarkety i dyskonty. W 2012 roku sprzedaż do tego typu odbiorców odpowiadała za około 27,7% całkowitych obrotów Grupy. W latach 2010-2012 obserwowany jest systematyczny wzrost udziału kanału w strukturze przychodów. Do głównych klientów należą: Real, Makro, Kaufland, Selgros, Tesco, Carrefour i Auchan.

Obecnie około 75% produktów wytwarzanych przez Grupę jest sprzedawana pod marką Tarczyński. Produkty własne (pod marką sieci sprzedaży) stanowią około 10% sprzedaży Grupy. Spółka w przyszłości będzie zwiększała sprzedaż produktów pod markami własnymi, kierowanymi do kanału nowoczesnego. Wśród pozytywnych stron produkcji pod markami sieci handlowych należy wymienić przede wszystkim szansę na dynamiczne zwiększenie przychodów w stosunkowo krótkim okresie oraz wykorzystanie faktu, że obrót będzie rósł wraz z powiększaniem się sieci sprzedażowej supermarketu. Wśród pozytywów również należy wymienić ograniczone koszty na reklamę i kampanie marketingowe, jako że produkty promowane są wówczas w dużej mierze przez sieć sprzedażową. Wśród negatywnych stron odnaleźć możemy trudność w przeprowadzaniu zdecydowanych i gwałtownych podwyżek cenników (sieci sprzedażowe chciałyby mieć zawsze niższą cenę od konkurencji). Dlatego w krótkich okresach czasu może dochodzić do sytuacji, w której zbyt mało rosnące ceny nie będą rekompensowały wzrostu kosztów produkcji.

W 2012 roku żaden z odbiorców nie odpowiadał za więcej niż 10% sprzedaży Grupy. W 2012 roku Tarczyński utracił jednego znaczącego klienta (Bruno Tassi), który jeszcze w 2011 roku odpowiadał za 10,1% przychodów Grupy. Powodem rozwiązania umowy była próba połączenia z Grupą Bruno Tassi, ale ostatecznie strony nie doszły do porozumienia i w efekcie konfliktu Grupa Tarczyński istotnie ograniczyła wartość obrotów z Bruno Tassi. Mimo tego faktu obroty w 2012 roku wzrosły o 2,1% R/R. Na dzień dzisiejszy Tarczyński nie zakłada powrotu do współpracy z Bruno Tassi.

**Struktura sprzedaży Grupy do głównych odbiorców w 2012 roku (mln PLN)**

Odbiorca	Obroty	Udział
Staropolskie Wędliny	28,1	7,3%
Real	25,5	6,6%
Tesco	22,4	5,8%
Piotr i Paweł	19,5	5,1%
Makton (Duda S.A.)	19,5	5,1%
Unia Meat	14,4	3,7%
Multi Food	13,6	3,5%
Kaufland	12,0	3,1%
Selgros	11,5	3,0%
Hurtownie Polskie	11,1	2,9%
<b>Razem</b>	<b>386,7</b>	

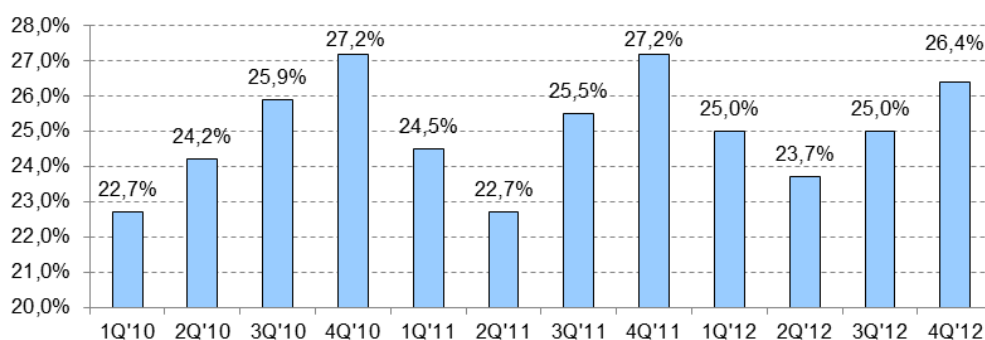
Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

### Sezonowość sprzedaży

W ramach prowadzonej przez Tarczyńskiego działalności wielkość generowanych przychodów ze sprzedaży nie zmienia się znacząco w trakcie trwania roku kalendarzowego. W pierwszym kwartale wielkość przychodów może być zależna od tego kiedy rozpoczyna się Wielki Post (Środa Popielcowa). Dystrybutorzy i detaliści kupują od producentów towar, aby zapewnić sklepowe półki przed rozpoczęciem Świąt Wielkanocnych (okres zniw w branży mięsnej). Wczesna kalendarzowo Wielkanoc może zatem powodować, że przychody pierwszego kwartału mogą być wyższe od średnich realizowanych w poprzednich latach. W okresie wakacyjnym sprzedaż mięs jest wspierana przez dobrą pogodę, która przekłada się na wyższą konsumpcję mięsa (pikniki, grille). Optimum stanowi łagodna pogoda, gdyż deszczowe i upalne lato powoduje spadek sprzedaży mięsa w tym okresie. W przypadku czwartego kwartału – obecność świąt Bożego Narodzenia nie sprzyja konsumpcji mięsa w Polsce (zwiększa się w tym okresie sprzedaż ryb). Listopad to również miesiąc, gdy wydatki na konsumpcję bieżącą częściowo zmniejszają się na poczet wydatków na gwiazdkowe prezenty. Na wzrost konsumpcji mięsa może mieć wpływ siarczasta zima, ponieważ spadki temperatur powodują wzrost zapotrzebowania na produkty wysoko kaloryczne.

Na większy popyt w skali produkowanych przez Grupę Tarczyński wyrobów może mieć wpływ obecność znaczących wydarzeń kulturalnych i sportowych, gdyż część asortymentu jest traktowana przez konsumenta jako przekąski.

### Sezonowość sprzedaży Grupy w latach 2010-2012 (%)

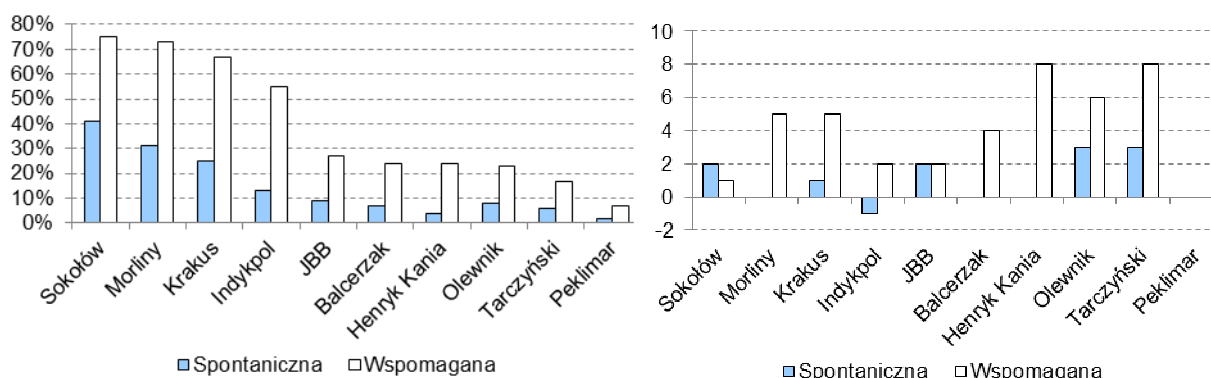


Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

### Rozpoznawalność marki

Według badania TNS OBOP dotyczącego znajomości marki wędliniarskiej w Polsce w 2010 i 2011 roku liderami branży pod względem rozpoznawalności pozostają Sokół, Morliny, Krakus i Indykpol. Tarczyński według raportu w 2010 i 2011 roku uplasował się w świadomości konsumentów na dziewiątym miejscu. Jednocześnie analizując dane między latami największy wzrost popularności zanotował Henryk Kania i Tarczyński.

### Wyniki badania TNS OBOP dotyczące znajomości marki wędliniarskiej w 2011 roku (%) (L) oraz zmiana R/R (p.p.) (P)



Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

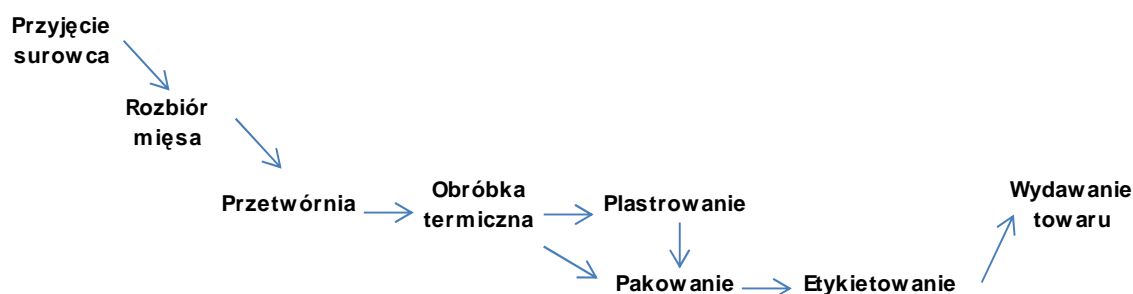
### Cykl produkcyjny

Produkcja w zakładach Tarczyński rozpoczyna się od przyjęcia półtuszy na zakładzie. Spółka nie posiada ubojni oraz nie planuje w przyszłości działalności związanej zarówno z ubojem



zwierząt, jak i ich hodowlą. Ubój zwierząt zdaniem Spółki charakteryzuje się obecnie niskimi marżami, co z jednej strony związane jest ze wzrostem konkurencji (w 1Q'10 włoski gigant przemysłu mięsnego Bresale Pini otworzył w Kutnie ubojnię, która docelowo ma ubijać do 2 mln sztuk zwierząt rocznie), z drugiej zaś niską specjalizacją produkcji (ubój i rozbiór zwierząt ma niską wartość dodaną, w związku z czym biznes charakteryzuje się niskimi marżami). Dodatkowo obecnie istnieje możliwość sprowadzenia półtuszy bezpośrednio z zagranicy, które coraz częściej okazują się tańsze od rodzimych. Jeśli chodzi natomiast o hodowlę zwierząt to zdaniem Spółki proces ten wymaga kompetencji w tym obszarze i raczej wątpliwe, aby Tarczyński podjął się tej działalności w najbliższym czasie.

## Cykl produkcyjny w zakładach Grupy Tarczyński



Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Na przyjęciu towaru wstępnie weryfikowana jest jakość dostarczanego mięsa (temperatura, dokumentacja). Mięso pochodzi zarówno z importu, jak i od dostawców krajowych, w zależności od kształtowania się cen na rynkach w różnych krajach. Spółka w 2012 roku zakupiła i zainstalowała odpowiedni sprzęt umożliwiający lepszą selekcję dostawców. Zwykle sprzedający określa zawartość tłuszczu w sprzedawanym towarze. Jeżeli jest on wyższy niż wynikało to z zamówienia, to potencjalnie kupujący ponosi dodatkowy koszt (straty z tytułu dostarczenia towarów o niezgodnej specyfikacji). Przy bieżących cenach tłuszczu i mięsa, szacujemy, że różnica między kilogramem wyrobu wynosi obecnie 6 PLN. Oznacza to, że na każdym 1000 kg 1% odchylenia zawartości tłuszczu od zamówienia stanowi stratę rzędu 20 tys. PLN (na łącznych mocach produkcyjnych 1 mln PLN rocznie). Szacujemy, że lepsza standaryzacja mięsa generuje oszczędności na poziomie 20-45 tys. PLN miesięcznie (240-540 tys. PLN rocznie). Koszt urządzenia wyniósł około 1,5 mln PLN, a pierwsze efekty pracy widoczne były w 4Q'12.

Od przyjęcia surowca rozpoczyna się także proces identyfikowalności produktu. Cały pion produkcji powiązany jest informatycznym systemem zarządzania produkcją. System wymusza dokonanie rejestracji wszystkich surowców, półproduktów, wyrobów na każdym etapie produkcji. Daje on możliwość odtworzenia całego procesu produkcji od wyrobu gotowego do dostawcy surowców, z takimi szczegółami jak czasy poszczególnych procesów, zgodność z recepturą oraz osoby, które dany proces prowadziły. Umożliwia także dokonanie bardzo wnikliwych analiz technologicznych i ekonomicznych procesów produkcyjnych.

Rozbiór mięsa polega na odkostnieniu surowca, odpowiednim wyprofilowaniu skóry i okrywy tłuszczowej oraz odpowiedniej obróbce mięśni pod potrzeby produkcji. Sklasyfikowane surowce, zarejestrowane w systemie wagowym są przesyłane transportem poziomym do właściwych magazynów. System zarządzający decyduje o nadaniu kierunku dla każdego pojemnika zgodnie z planem produkcji. Nadzoruje także zgodność pobranych do produkcji surowców z recepturą. Poprzez skanowanie kodów kreskowych na wszystkich pojemnikach z surowcami wie, co się w nich znajduje i pozwala pobrać tylko te właściwe. Dalszymi etapami produkcji są rozdrabnianie, peklowanie oraz przygotowanie farszów i peklowanych mięśni do aplikacji. Na tym etapie następuje formowanie wędzonek, nadziewanie farszów w osłonki sztuczne i naturalne, zarówno pochodzenia zwierzęcego, jak i roślinnego, wykorzystując przy tym najnowocześniejsze rozwiązania technologiczne.

Podczas dalszych etapów obróbki termicznej, w zależności od asortymentu, wyroby poddawane są procesom suszenia, wędzenia, parzenia lub pieczenia, co nadaje im trwałość, charakterystyczny wygląd oraz kształtuje walory smakowo-zapachowe.

Ze względu na charakter i profil produkcji, większość wyrobów trafia do specjalnych komór dojrzewalniczych i suszarniczych. Specjalistyczny sprzęt umożliwia prowadzenie procesów produkcji wyrobów surowych typu salami oraz wyrobów suchych i podsuszanych. Procesy trwają od kilku do kilkudziesięciu dni. Ważnym etapem jest konfekcjonowanie i pakowanie. Zastosowanie nowoczesnych urządzeń i wysokiej jakości materiałów opakowaniowych ma na celu jak najlepszą prezentację wyrobów produkowanych w Grupie Tarczyński. Ostatnim etapem jest ekspedycja, skąd towar trafia do klientów. Wyroby trafiają do automatycznego

magazynu wysokiego składowania. System zarządzający magazynem, powiązany z działem obsługi klienta zbiera zamówienia, odpowiednio wcześniej rezerwuje towar dla każdego odbiorcy, a następnie wydaje go zgodnie z zamówieniami i godzinami wyjazdu samochodów transportowych.

### Koszty produkcji

Najistotniejszym kosztem produkcji w 2012 roku były materiały i energia (73%). W tej pozycji około 70% wartości to zakupy mięsa. Pozostała część dotyczy etykiet, opakowań, osłonek, przypraw, mediów (energia, gaz, olej opałowy, woda, ścieki) i materiałów pomocniczych (paliwo, części zamienne, środki czystości, wyposażenie dodatkowe). Usługi obce w 2012 roku odpowiadały za 12,3% całkowitych kosztów i w ich skład wchodziły koszty transportu czy usługi outsourcingowe. Koszty świadczeń pracowniczych stanowiły 11,0% całkowitych kosztów. Średnio w 2012 roku Grupa Tarczyński zatrudniała 884 pracowników. Część personelu jest zatrudniona za pośrednictwem podmiotów zewnętrznych (outsourcing), co zwiększa możliwość dostosowywania kosztów stałych do poziomu aktualnych zamówień. Pozostałe pozycje odpowiadają za niecałe 4% kosztów wytworzenia.

### Koszty według rodzaju Grupy Tarczyński za lata 2010-2012

(mln PLN)	2010	2011	2012
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0
Zużycie materiałów i energii	208,7	270,5	262,9
Usługi obce	30,5	45,4	44,7
Koszty świadczeń pracowniczych	38,6	42,2	40,0
Podatki i opłaty	1,3	1,4	1,3
Odpisy aktualizujące zapasy	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,6	1,8	1,7

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Spółka około 40-50% zakupywanych materiałów realizuje na rynkach zagranicznych. Dotyczy to przede wszystkim surowców mięsnych i zakupy te podyktowane są dywersyfikacją dostawców oraz korzystnymi relacjami cenowymi i jakościowymi. W przypadku polskich dostawców od momentu, kiedy Bresale Pini otworzył w Kutnie ubojnię konkurującą z PKM Duda, w Grąbkowie obserwowane jest zwiększenie uwagi w celu podwyższenia jakości produktu oraz większej specjalizacji (rozkładanie surowca na części).

### Struktura zaopatrzenia za lata 2010-2012

(mln PLN)	2010	2011	2012
Materiały	230,2	280,5	260,9
import	97,7	118,9	100,0
(%)	42,4%	42,4%	38,3%
Towary	13,2	8,0	8,3
import	0,0	0,0	0,0
(%)	0,3%	0,0%	0,0%
Usługi	46,6	67,8	71,3
import	0,9	1,1	0,8
(%)	1,8%	1,7%	1,1%
Razem	290,0	357,4	340,5
import	98,6	120,1	100,8
(%)	34,0%	33,6%	29,6%

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

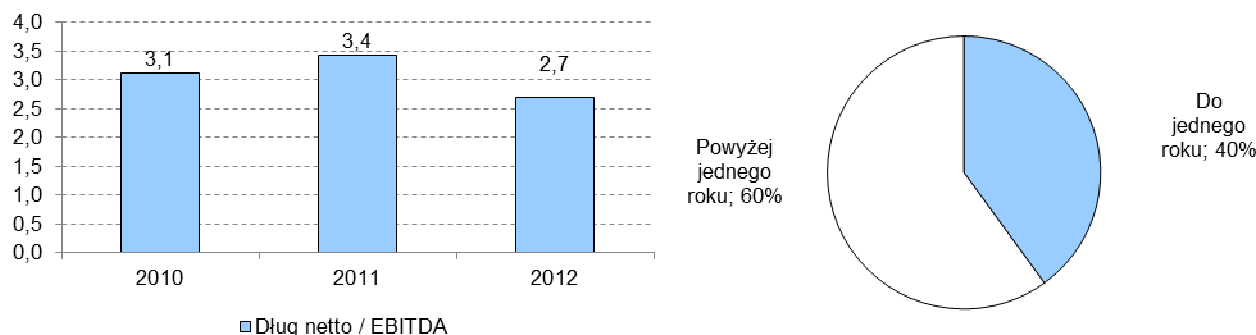
Zakupy poza granicami kraju stają się bardziej atrakcyjne w przypadku, gdy złoty umacnia się do euro. W roku 2012 z uwagi na niekorzystną relację kursu PLN do EUR Tarczyński zmniejszył udział struktury zaopatrzenia z importu o 4 punkty procentowe. W przypadku towarów i usług udział zakupów z importu jest śladowy i zwykle nie przekracza 2%.

### Zadłużenie Tarczyńskiego (przed emisją)

Dług netto Tarczyńskiego na koniec 2012 roku wyniósł 90,5 mln PLN (2,7x EBITDA'12). Około 40% zobowiązań finansowych zapada w ciągu najbliższego roku, pozostała część w okresie dłuższym. Na koniec 2012 roku przedmiotem zastawu pod kredyty było 68% wartości aktywów trwałych. Na Grupie Tarczyński ciążyą zobowiązania wekslowe in blanco w kwocie 12 mln PLN, związane z zabezpieczeniem zobowiązań leasingowych.

Po emisji akcji dług netto na koniec 2013 roku wyniesie 48,1 mln PLN (1,4x EBITDA'13). Obecna wartość zadłużenia nie stanowi w naszej opinii problemu dla działalności Grupy Tarczyński.

### Dług netto do EBITDA Grupy Tarczyński (L) i struktura długu ze względu na datę zapadalności (P)



Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

### Cele strategiczne i inwestycje

W segmencie produktów premium Spółka w kolejnych latach planuje rozwijać kompetencje w zakresie trzech podstawowych wyrobów (wędkonki, kabanosy i produkty drobiowe). Grupa zamierza zwiększać udział produktu premium w przychodach z koncentracją głównie na rynku krajowym. Zarządowi zależy, aby marka Tarczyński kojarzona była głównie z wyrobami premium. Grupa planuje rozwój sprzedaży przede wszystkim w nowoczesnym kanale dystrybucji poprzez rozszerzenie współpracy z dotychczasowymi klientami oraz pozyskanie nowych kontrahentów.

### Plany inwestycyjne

Mając na względzie potencjalny wzrost wolumenu sprzedaży w przyszłości, dzięki wzmocnieniu wielkości obrotów w kanale nowoczesnym, Spółka planuje przeprowadzić inwestycję w zakładzie w Ujeźdźcu Małym.

### Inwestycje rozpoczęte i planowane w Grupie Tarczyński (mln PLN)

Zakładane inwestycje	Wartość nakładów	Wpływy z emisji	Dotacja	Środki własne	Termin realizacji	Korzyści
Rozbudowa zakładu w Ujeźdźcu Małym *	65,0	40,0	14,5	10,5	X 2014	Zwiększenie mocy produkcyjnych o około 40% w zakładzie
Modernizacja instalacji chłodniczej, maszynowni i stacji uzdatniania wody w zakładzie w Sławie **	1,5			1,5	2H 2013	Redukcja kosztów operacyjnych
<b>Suma</b>	<b>66,5</b>	<b>40,0</b>	<b>14,5</b>	<b>12,0</b>		

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

\* Kwota 14,1 mln PLN została już poniesiona

\*\* Kwota 1,3 mln PLN została już poniesiona

Najważniejsza z aktualnie rozpoczętych już inwestycji to rozbudowa zakładu w Ujeźdźcu Małym za łącznie 65,0 mln PLN. Spółka ma na ten cel przyznaną dotację ARiMR w wysokości 14,5 mln PLN z programu „Zwiększenie Wartości Dodanej Podstawowej Produkcji Rolnej i Leśnej”. Spółka poniosła już wydatki na poziomie 14,1 mln PLN na poczet planowanych prac. Około 40 mln PLN finansowania ma zostać przeznaczony z emisji akcji. Efektem projektu będzie zwiększenie mocy wytwórczych zakładu o 40% poprzez budowę nowej hali produkcyjnej z wyposażeniem oraz rozszerzenie powierzchni produkcyjnej w obszarze przyjęcia przechowywania surowca i ekspedycji. Łączna powierzchnia do budowywanej hali to 14 tys. m<sup>2</sup>. Grupa Tarczyński rozpoczęła prace nad projektem w kwietniu 2011 roku podpisując umowę z Hochtief Polska S.A., ale z uwagi na znaczące opóźnienia w postępie prac 14 lipca 2011 roku zamawiający odstąpił od umowy z generalnym wykonawcą, co skutkowało wstrzymaniem prac budowlanych. W listopadzie 2012 roku w wyniku ugody



sądowej strony sporu uzgodniły wartość i tryb zapłaty za zrealizowane dotychczas prace budowlane. Po pozyskaniu środków finansowych z emisji, Spółka rozpoczęła kontynuację prac budowlano-montażowych. Grupa zakłada, że projekt zostanie zakończony na koniec X 2014 roku, a od początku 2015 roku rozpocznie działalność.

Projekt modernizacji instalacji chłodniczej, maszynowni i stacji uzdatniania wody w zakładzie przerobu mięsa w Sławie kosztować będzie 1,5 mln PLN i przełoży się na obniżenie kosztów eksploatacji.

W latach 2013-2014 Spółka zamierza również wybudować system kanalizacji w zakładzie w Bielsku-Białej. Całkowita wartość inwestycji to 1,2 mln PLN, z czego 1,0 mln PLN pochodzi z kredytu, a 0,2 mln PLN to wkład Spółki. Inwestycja skutkować będzie obniżeniem kosztów operacyjnych, przede wszystkim kosztów utylizacji ścieków.

### Emisja akcji

Spółka pozyskała z emisji akcji 45 mln PLN, które zostaną przeznaczone głównie na rozbudowę zakładu produkcyjnego w Ujeźdźcu Małym (około 40 mln PLN).

### Struktura akcjonariatu przed emisją

Akcjonariat przed emisją	Liczba akcji przed emisją	Struktura akcjonariatu	Liczba głosów na WZA przed emisją	Udział w liczbie głosów na WZA przed emisją
EJT Investment S.à r.l.	5 346 936	84,24%	8 346 936	89,30%
Jacek Tarczyński	500 000	7,88%	500 000	5,35%
Elżbieta Tarczyńska	500 000	7,88%	500 000	5,35%
Razem	6 346 936		9 346 936	

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

### Struktura akcjonariatu po emisji

Akcjonariat po emisji	Liczba akcji po emisji	Struktura akcjonariatu	Liczba głosów na WZA po emisji	Udział w liczbie głosów na WZA po emisji
EJT Investment S.à r.l.	5 346 936	47,13%	8 346 936	58,18%
Jacek Tarczyński	500 000	4,41%	500 000	3,49%
Elżbieta Tarczyńska	500 000	4,41%	500 000	3,49%
Nowi akcjonariusze (nowe akcje)	5 000 000	44,05%	5 000 000	34,84%
Razem	11 346 936		14 346 936	

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

EJT Investment po emisji posiada 5,35 mln akcji odpowiadających za 47,13% akcji Spółki i jednocześnie posiada 8,4 mln głosów na WZA odpowiadających za 58,18% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Wraz z Elżbietą Tarczyńską, Pan Jacek Tarczyński posiada 55,95% akcji Spółki uprawniających do 65,16% głosów na WZA (akcje EJT Investment są uprzywilejowane co do głosu).

### Wyniki 1Q'13

W pierwszym kwartale 2013 roku przychody ze sprzedaży Grupy Tarczyński wyniosły 99,5 mln PLN i były o 2,9% R/R wyższe. Wolumen sprzedaży produktów w 1Q'13 wyniósł 5,97 tys. ton i był o 3,7% R/R niższy, głównie w rezultacie spadku sprzedaży produktów niskoprzetworzonych na rzecz produktów o wyższej marży (kabanosów i produktów podsuszanych). Te ostatnie wymagają dłuższych procesów produkcyjnych i angażują tym samym większe moce produkcyjne niż w przypadku produktów niskoprzetworzonych. Spadek wolumenowej sprzedaży mięsa wynikał z powolnego wygaszania prowadzenia tej części przez Spółkę (mięso jest produktem nisko marżowym).

### Rachunek zysków i strat Grupy Tarczyński za 1Q'13

(mln PLN)	1Q'12	1Q'13	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>96,7</b>	<b>99,5</b>	<b>2,9%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	18,1	23,0	27,0%
marża	18,7%	23,1%	
Koszty sprzedaży	10,5	14,1	34,8%
Koszty zarządu	3,0	3,5	17,2%
Pozostała działalność operacyjna	0,3	0,3	3,7%
<b>EBIT</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>15,1%</b>
marża	5,1%	5,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>12,5%</b>
marża	8,1%	8,9%	
Zysk brutto	3,1	4,2	34,4%
<b>Zysk netto</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>31,6%</b>
marża	2,5%	3,2%	
<b>Wolumen sprzedaży (tys. ton)</b>	<b>6,20</b>	<b>5,97</b>	<b>-3,7%</b>
Wolumen sprzedaży produktów przetworzonych (tys. ton)	5,65	5,52	-2,4%
Wolumen sprzedaży mięsa (tys. ton)	0,55	0,45	-17,5%
<b>Średnia cena sprzedaży (PLN/kg)</b>	<b>15,6</b>	<b>16,7</b>	<b>6,8%</b>

Źródło: DI BRE Banku

Średnie ceny sprzedaży (wartość przychodów na tonę produktu) w 1Q'13 wyniosły 16,7 PLN za kilogram i były o 6,8% R/R wyższe. Wynikało to głównie z podwyżek cen produktów, jakie miały miejsce w 2013 roku oraz wzrostu udziału produktów o wyższej wartości dodanej. W 1Q'13 szacujemy, że udział produktów premium w koszyku Grupy Tarczyński wyniósł około 50%.

W 1Q'13 Tarczyński rozpoczął współpracę z sieciami Lidl i Żabka, ale całkowity efekt współpracy szacujemy na około 2% wartości obrotu 1Q'13.

Wraz ze wzrostem średnich cen produktów i spadkiem cen mięsa wieprzowego, jaki wydarzył się w 4Q'12 rentowność brutto ze sprzedaży Grupy Tarczyński wyniosła 23,1% i była o ponad 4 p.p. R/R wyższa (wzrost wyniku brutto ze sprzedaży o 27% R/R).

Koszty sprzedaży wzrosły w 1Q'13 o 34,8% R/R, co związane było przede wszystkim z wiosenną kampanią promocyjną, jaką Spółka prowadziła w telewizji (2 mln PLN) oraz promocjami produktów w sieciach handlu nowoczesnego (około 0,4 mln PLN). Bez uwzględnienia tych efektów koszty sprzedaży wzrosłyby w 1Q'13 o 12% R/R.

W 1Q'13 wartość EBIT i EBITDA wzrosły o odpowiednio 15,1% R/R i 12,5% R/R. Prawdopodobnie wzrost wyniku operacyjnego byłby w 1Q'13 jeszcze wyższy, gdyby nie poniesione koszty marketingowe, które jedynie w III'13 przełożyły się wzrost sprzedaży (kampania odbywała się w marcu 2013 roku).

Koszty działalności finansowej wyniosły 1,5 mln PLN i były o 18,7% R/R niższe, głównie za sprawą niższych kosztów odsetkowych oraz obciążeń z tytułu różnic kursowych.

Wynik netto w 1Q'13 wyniósł 3,2 mln PLN i był o 31,6% R/R wyższy. Warto zwrócić uwagę, że w 1Q'13 Spółka zaksięgowwała stosunkowo wysoką stopę podatku CIT (23,6%), która powinna spaść w perspektywie kolejnych kwartałów (efekt braku wystawienia części faktur przez klientów kanału nowoczesnego).

### Rachunek przepływów pieniężnych Grupy Tarczyński za 1Q'13

(mln PLN)	1Q'12	1Q'13
Amortyzacja	2,9	3,2
Zmiana poziomu zapasów	-1,5	-5,5
Zmiana poziomu należności	13,7	-2,3
Zmiana poziomu zobowiązań	-12,8	-0,6
Zmiana Kapitału obrotowego	-0,6	-8,4
<b>Przepływ gotówki z działalności operacyjnej</b>	<b>5,8</b>	<b>0,0</b>
Inwestycje w aktywa trwałe	-2,1	-4,4
<b>Przepływ gotówki z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,4</b>
Zmiana salda kredytów i zobowiązań leasingowych	30,1	7,3
Wykup akcji Opera FIZ	-32,0	0,0
Dywidendy wypłacone na rzecz właścicieli	-1,2	-1,3
<b>Przepływ gotówki z działalności finansowej</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,8</b>
Zmiana salda środków pieniężnych	-0,4	0,3
<b>Środki pieniężne na koniec okresu rozliczeniowego</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>
<b>Dług netto</b>	<b>101,1</b>	<b>99,9</b>
Dług netto / EBITDA'12m	4,6	2,9

Źródło: DI BRE Banku

W 1Q'13 przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł jedynie +19 tys. PLN, co związane było ze wzrostem kapitału obrotowego o 8,4 mln PLN. W 1Q'13 Spółka zwiększyła poziom zapasów o 5,5 mln PLN, co wynikało, z rozpoczęcia współpracy z Lidl i Żabką oraz koniecznością zakupu większej ilości opakowań, mięsa i osłonek pod produkcję do przyszłego klienta. Wzrost poziomu należności (-2,3 mln PLN) wynikał głównie ze wzrostu zobowiązań z tytułu podatków. W pozostałych kategoriach poziom należności nie uległ zmianie (w tym również w należnościach handlowych). Ubiegłoroczny wysoki spadek poziomu należności (+13,7 mln PLN) wynikał z zakończenia współpracy z Bruno Tassi i rozliczenia faktur za wcześniej zakupione przez kontrahenta towary.

Na poziomie przepływu gotówki z działalności inwestycyjnej (-4,4 mln PLN) Spółka zapłaciła 1,8 mln PLN zobowiązania z tytułu prac wykonanych przez Hochtief Polska oraz 2,6 mln PLN tytułem zapłaty za maszyny zwiększające moce produkcyjne pod sprzedaż do Lidla i Żabki.

W 1Q'13 Tarczyński zaciągnął 7,3 mln PLN dodatkowego kredytu odsetkowego (3 mln PLN z kredytu obrotowego + wykorzystanie dostępnych linii kredytowych). Spółka w 1Q'13 wypłaciła również 1,3 mln PLN dywidendy dotychczasowym akcjonariuszom.

Dług netto na koniec 1Q'13 wyniósł 99,9 mln PLN (vs. 90,6 mln PLN na koniec 2012 roku) i stanowił 2,9x EBITDA za ostatnie 12 miesięcy.

**Wykonanie prognozy DI BRE Banku po 1H'13 i prognoza na 2Q'13**

W 2Q'13 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży Grupy Tarczyński sięgną 107,1 mln PLN, EBITDA 9,6 mln PLN, a zysk netto 3,7 mln PLN. Szacujemy, że po 1H'13 nasza całoroczna prognoza wyników wykonana będzie w 45,7% na poziomie przychodów, 49,7% EBITDA i 47,4% wyniku netto.

Zważając na fakt, że w kwietniu Spółka rozpoczęła pełne dostawy produktów do sieci Lidl i Żabka, naszym zdaniem przedstawiona przez nas całoroczna prognoza wolumenów sprzedaży jest niezagrożona.

W 1Q'13 Spółka ponosiła dodatkowe koszty marketingu (około 2,4 mln PLN), które nie powtórzą się w 2Q'13 i 3Q'13 (jesienna kampania, księgowana w 4Q'13 będzie kosztować 1 mln PLN).

**Wykonanie prognozy DI BRE Banku po 1Q'13**

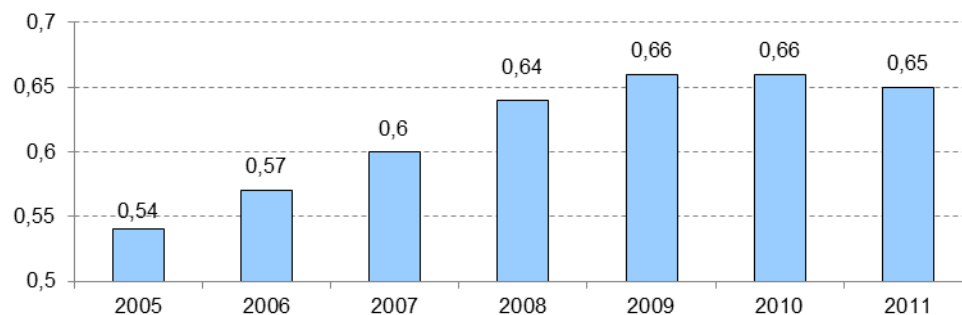
(mln PLN)	1Q'13	2Q'13	1H'13	2013P	Wykonanie prognozy
Przychody ze sprzedaży	99,5	107,1	206,6	452,1	45,7%
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>11,9</b>	<b>22,9</b>	<b>52,1%</b>
marża	5,7%	5,8%	5,8%	5,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>7,9</b>	<b>9,6</b>	<b>17,4</b>	<b>35,1</b>	<b>49,7%</b>
marża	7,9%	8,9%	8,4%	7,8%	
<b>Zysk netto</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>7,0</b>	<b>14,7</b>	<b>47,4%</b>
marża	3,2%	3,5%	3,4%	3,3%	
<b>Wolumen sprzedaży (tys. ton)</b>	<b>5,97</b>	<b>6,33</b>	<b>12,31</b>	<b>28,42</b>	<b>43,3%</b>
Wolumen sprzedaży produktów przetworzonych (tys. ton)	5,52	5,93	11,45	26,74	42,8%
Wolumen sprzedaży mięsa (tys. ton)	0,45	0,40	0,85	1,68	50,9%
<b>Średnia cena sprzedaży (PLN/kg)</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>16,8</b>		

Źródło: DI BRE Banku

## Otoczenie rynkowe

Obecnie średnie spożycie miesięczne per capita wędlin wysokogatunkowych i kiełbas trwałych w Polsce rośnie od 2005 roku w średniorocznym tempie 4,1%. Według najnowszych danych w 2011 roku wynosiło 0,65 kg.

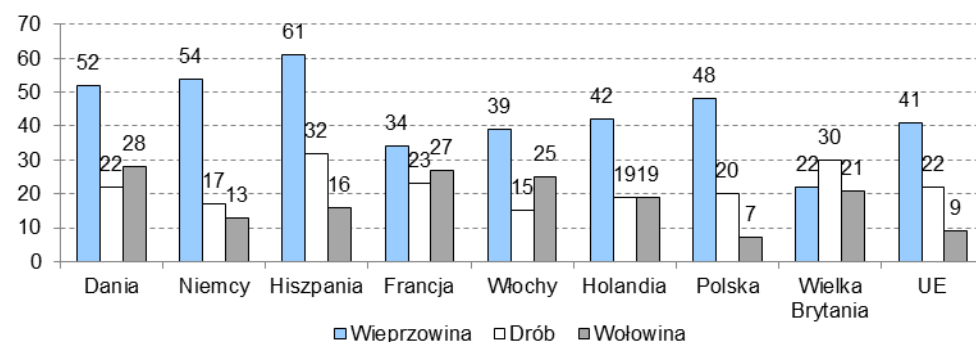
### Przeciętne spożycie miesięczne per capita w Polsce wędlin wysokogatunkowych i kiełbas trwałych w latach 2005-2011 (kg)



Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Wielkość spożywanego mięsa na mieszkańca jest znacznie wyższa niż średnia dla UE w przypadku wieprzowiny, nieznacznie niższa dla drobiu i niższa dla wołowiny. W przyszłości ilość spożywanego mięsa na mieszkańca powinna wzrastać wraz z poprawą zamożności społeczeństwa. Wysokie spożycie wieprzowiny na terenie Polski wynika z przyzwyczajajeń społecznych oraz wieloletniej tradycji konsumpcji mięsa.

### Przeciętne spożycie mięsa na mieszkańca w wybranych krajach UE w 2007 roku (kg)



Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Wśród producentów z branży mięsa i wędlin w Polsce Grupa Tarczyński w 2009 i 2010 roku plasowała się na 6. miejscu pod względem generowanych przychodów. W 2012 roku Spółka uplasowała się na 5. pozycji, wyprzedzając ZPM Kania. Liderem branży pod względem obrotu jest obecnie Animex, który znany jest z takich produktów jak wędliny Krakus, Mazury czy Yano, parówki Morliny i Berlinki. Produkty i wyroby Sokołowa to cała gama szynek, polędwic, wędzonek, kiełbas, salami, parówek, pasztetów, wyrobów grillowanych i konserw. Spółka dostarcza również mięso surowe paczkowane do sklepów. Produkty liderów branży są w przeważającej mierze kierowane do szerokiego klienta (produkty ze średniej i niskiej półki). JBB wytwarza kiełbasy cienkie i grube, wyroby homogenizowane, podrobowe, blokowe, wyroby garmazeryjne oraz wyroby z beczki. Tarczyński generuje zbliżone przychody co giełdowy ZPM Kania i prawie trzy razy mniejsze obroty niż notowany PKM Duda. Ten ostatni dużą część obrotu generuje z handlu wyrobami mięsnymi – ponad 50% (Makton) oraz uboju i rozbioru wieprzowiny (niska marża).



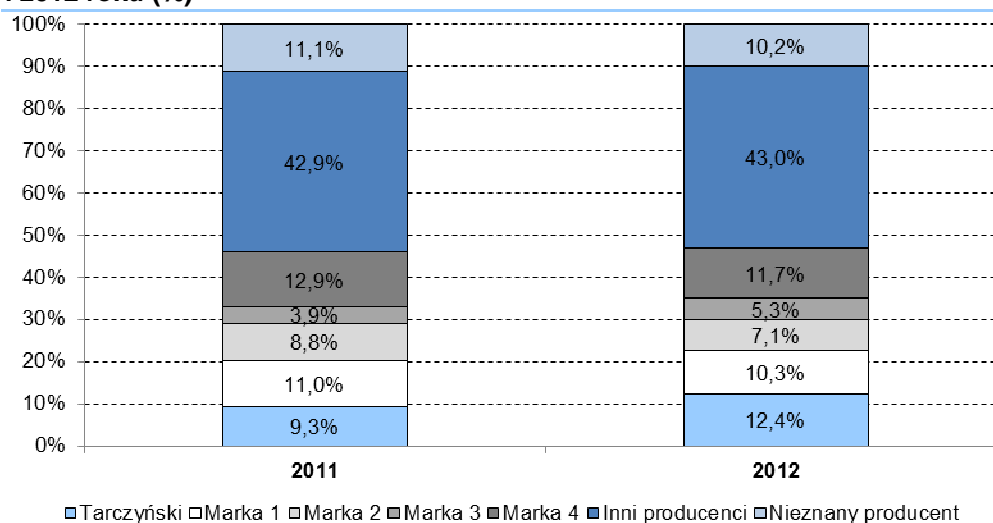
**Główni producenci mięsa i wędlin w Polsce w 2012 roku**

(mln PLN)	2012
Animex Sp. z o.o.	3 490,9
Sokołów S.A.	2 427,9
PKM Duda S.A.	1 669,9
JBB ZPM S.A.	641,8
<b>Tarczyński S.A.</b>	<b>378,8</b>
ZPM Kania S.A.	310,5
Balcerzak Sp. z o.o.	229,3
PMB S.A.	221,2
ZM Olewnik Sp. J.	bd.

Źródło: DI BRE Banku, Tarczyński

Według zleconego przez Grupę Tarczyński badania przeprowadzonego przez GfK, cały rynek kabanosów nabywanych przez gospodarstwa domowe w Polsce w 2012 roku został oszacowany na 417,1 mln PLN. Największy wartościowy udział wśród producentów/marek kabanosów posiadał Tarczyński (12,4%). Kabanosy marki Tarczyński były również wśród dwóch najdynamiczniej zwiększających udziały rynkowe producentów.

Według tego samego badania, wolumenowy udział Tarczyńskiego w rynku kabanosów wyniósł 9%. Obok marek własnych, Tarczyński był w 2012 roku największym wolumenowym producentem/marką kabanosów w kraju.

**Wartościowy udział producentów/marek w krajowym rynku kabanosów w 2011 i 2012 roku (%)**

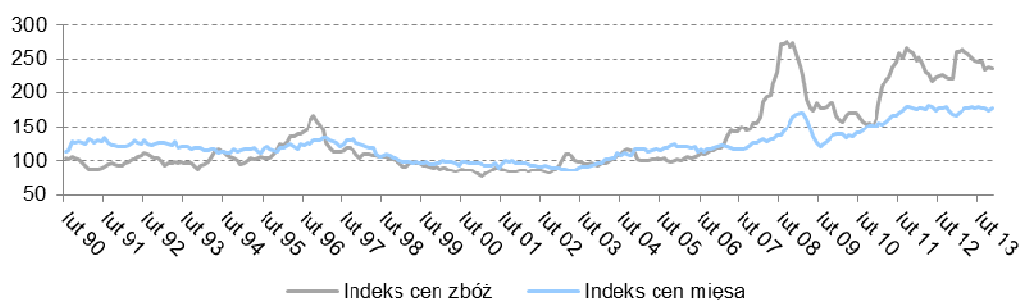
Źródło: DI BRE Banku, GfK

Badanie dotyczące udziału Tarczyńskiego w rynku kabanosów przeprowadzone było jeszcze przed przeprowadzeniem telewizyjnej kampanii promocyjnej w mediach. Trwająca w marcu kampania spotów reklamowych powinna przyczynić się do wzrostu sprzedaży i udziału rynkowego Tarczyńskiego.

**Ceny surowców (żywiec i zboża)**

Ceny mięsa na świecie ściśle zależą od kształtowania się cen zbóż na rynkach (pokarm dla zwierząt). Ceny mięsa są również wyraźnie opóźnione względem cen zbóż. Wzrost cen zbóż przekłada się na ceny paszy, która jest głównym składnikiem kosztowym produkcji zwierzęcej. Wyższe ceny paszy zmniejszają rentowność chowu zwierząt oraz wpływają na wyższy poziom cen. Te zachęcają hodowców do zwiększenia wolumenu sprzedaży, co wpływa na ograniczenie stada oraz jeszcze dynamiczniejszy wzrost cen w kolejnym etapie.

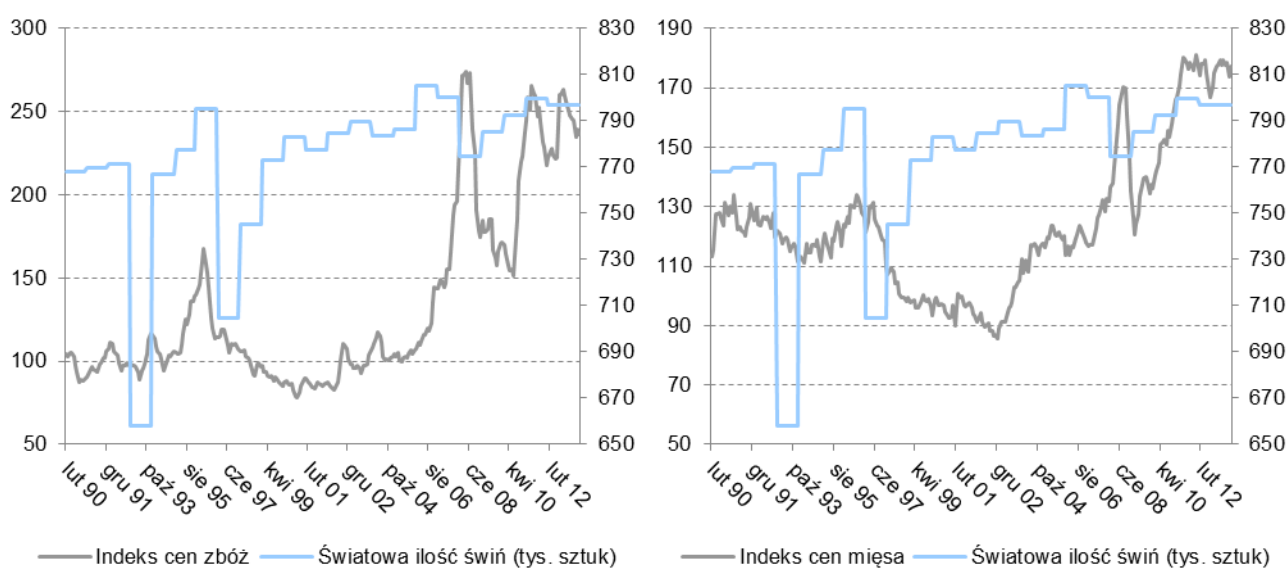
### Korelacja między cenowym indeksem zbóż (FAO) i cenowym indeksem mięsa (FAO) w latach 1990-2013



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Po spadku cen zbóż rentowność chowu zwierząt wzrasta, co powoduje spadek cen surowca mięsnego na rynku. Rosnąca rentowność zachęca również kolejnych graczy do wejścia na rynek, zwiększenia wielkości stada oraz w kolejnym etapie jeszcze wyraźniejszego spadku cen mięsa. Obecnie indeks cen mięsa mierzony przez FAO jest na poziomie niższym niż rekordowy z przełomu 2011/2012. Indeks cen zbóż znajduje się obecnie w spadkowym trendzie od sierpnia 2012 roku. Dobrą informacją dla branży przetwórców jest fakt, że mimo gwałtownego wzrostu cen zbóż w połowie 2012 roku ceny produktów mięsnych nie zachowały się równie analogicznie i nie wzrosły równie gwałtownie. Obecnie przy stabilnych cenach zbóż jest mało prawdopodobne, aby teraz produkty mięsne miały dynamicznie rosnać. Spodziewamy się, że te raczej będą zachowywać się stabilnie w perspektywie 2013 roku.

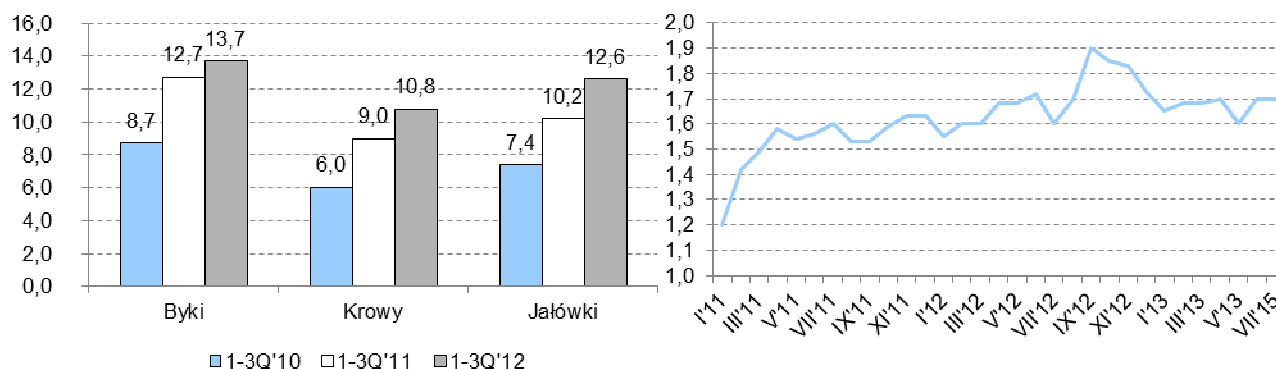
### Światowa ilość świń na tle indeksu cen zbóż (FAO) (L) oraz indeks cen mięsa na tle światowej ilości świń w latach 1990-2012 (P) (pkt; tys. szt.)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Po wzrostach cen zbóż w połowie 2012 roku indeks cen mięsa wieprzowego w Niemczech (ZMP) gwałtownie wzrósł z poziomów 1,6-1,7 EUR/kg do około 1,9 EUR/kg we wrześniu 2012 roku. Wyższe ceny mięsa na rynku europejskim skłoniły branżę przetwórczą do podniesienia cen swoich produktów, ale w zderzeniu ze słabą koniunkturą gospodarczą na terenie Europy ostateczny konsument zaczął stopniowo ograniczać popyt na produkty mięsne. Zdaniem przedstawicieli branży hodowców trzody poziom 1,9 EUR/kg mięsa wieprzowego można obecnie uznać za maksymalnie możliwy do akceptacji przez konsumenta. W obawie o spadające wolumeny sprzedaży hodowcy i producenci mięsa ostatecznie zdecydowali się na obniżenie swoich cen, co zaskutkowało powrotem indeksu ZMP do poziomów 1,67 EUR/kg w 1Q'13. Spadające ceny surowca mięsnego przy stabilnych cenach produktów wędliniarskich pozwoliły spółkom przetwórczym na pokazanie wyższej marży w porównaniu do 1-3Q'12.

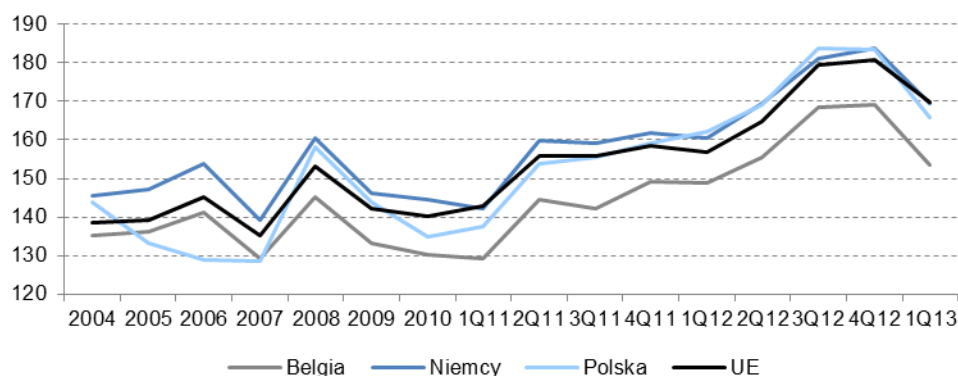
### Ceny skupu surowca w okresie 1Q'10-3Q'12 (PLN/kg) (L) oraz branżowy indeks cenowy surowca wieprzowego w Niemczech (ZMP) w latach 2011-2013 (EUR/kg) (P)



Źródło: DI BRE Banku, Duda S.A., [www.pig333.com](http://www.pig333.com)

Wbrew obiegowej opinii ceny skupu świń rzeźnych i półtuszy w Polsce wcale nie różnią się obecnie od tych, jakie występują w innych krajach Unii Europejskiej (średnio w 2012 roku ceny skupu świń rzeźnych w Polsce były o 3% wyższe niż na terenie Unii Europejskiej). W 2011 i 2012 roku wieprzowinę taniej można było kupić w takich krajach jak: Belgia, Dania, Irlandia, Francja, Malta, Słowenia, Finlandia, Szwecja czy Wielka Brytania. Dodatkowo w wielu przypadkach surowiec sprowadzany z zagranicy jest bardziej jednorodny, co ułatwia przetwórcy zachowanie analogicznego smaku wędliny w wielkolumenowej produkcji. W przyszłości Grupa Tarczyński w dalszym ciągu będzie dywersyfikować dostawy surowca mięsnego, sięgając w coraz większym stopniu poza granice kraju.

### Ceny skupu świń rzeźnych w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 2004-2013 (EUR/100kg)



Źródło: DI BRE Banku, Ministerstwo Rolnictwa

Obecnie zasób trzody chlewnej na terenie kraju jest na najniższym od wielu lat poziomie. W poprzednich średnioterminowych cyklach w 2004-2005 i 2008-2009 wzrost cen żywca powodował odbudowanie się poziomu inwentarza, co w następnym etapie powodowało spadek cen skupu. Obecnie względnie wysokie ceny skupu żywca intuicyjnie powinny się przełożyć na odbudowanie wielkości krajowego stada. Czas potrzebny na wyhodowanie prosiaka do jego uboju trwa 6-9 miesięcy. Jak na razie jednak nie dostrzegamy zmiany tendencji w ilości dostępnego pogłowia trzody chlewnej na terenie kraju.

## Ryzyka

### Sytuacja makroekonomiczna na terenie kraju

Produkty oferowane przez Grupę Tarczyński są plasowane na wysokiej półce, w związku z czym spadek koniunktury na terenie Polski, połączony z ograniczeniem wydatków przez konsumentów, może przekładać się na spadek popytu na oferowane wyroby.

### Wzrost konkurencji

Obecnie na rynku nie są obserwowane działania zmierzające do gwałtownego wzrostu konkurencji w zakresie produkcji wyrobów wędliniarskich. Sytuację tą może zmienić umacniająca się PLN do EUR, co generować będzie ryzyko zwiększonego importu produktów z Unii Europejskiej. Obecnie wielu producentów z branży niekorzystnie odczuwa wzrost cen surowca mięsnego, co przekłada się na spadające wyniki finansowe i spadek płynności. Sytuacja taka spowodować może spadek cen oferowanych produktów, efektem chęci podtrzymania produkcji przez bliskie upadku zakłady w krótkim okresie. W długim okresie jednak taki stan rzeczy będzie powodował wypadnięcie słabszych podmiotów i możliwość zajęcia ich miejsca przez stabilnych graczy.

### Dynamiczny wzrost cen wieprzowiny

Obecnie surowiec mięsny odpowiada za ponad 50% średniego całkowitego kosztu wytworzenia. Dynamiczny wzrost cen trzody chlewnej powoduje wzrost kosztów produkcji. Spółka w krótkim okresie może nie być w stanie dokonać szybkich podwyżek cen produktów, co wiązać się będzie ze spadkiem marży. Pośrednim zagrożeniem są rosnące ceny zbóż, które wpływają na rentowność produkcji zwierzęcej i przekładają się na wyższe ceny skupu żywca. Wszelkie kataklizmy naturalne, jak susze, przymrozki, podtopienia mogą mieć wpływ na wielkość zbiorów i kształtowanie się cen zbóż na światowych rynkach. Obecnie w przypadku Tarczyńskiego 1% wzrost ceny surowca mięsnego bez zmiany ceny produktu powoduje pomniejszenie wyniku netto o około 100 tys. PLN miesięcznie.

### Kursy walutowe

Umocnienie PLN do EUR przekłada się na wzrost konkurencji po stronie produktów importowanych, co z kolei generuje możliwość zakupu surowca po niższych cenach z importu. Osłabienie lokalnej waluty zmniejsza konkurencję zagraniczną, co z kolei zwiększa konkurencję w zakresie surowca mięsnego, gdyż zagranica chętnie wykorzystuje w takich sytuacjach możliwość importu materiału z Polski.

### Spadek płynności głównych odbiorców

Obecnie Grupa Tarczyński nie jest uzależniona od żadnego większego odbiorcy, ale spadek płynności kilku z nich powodować może zatory płatnicze i wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Sieci handlowe zapłatę za towar regulują w okresie 30-75 dni, natomiast po stronie dostawców mięsa terminy wahają się między 30 a 40 dni. Przekroczenie terminu płatności do dostawcy powoduje gorsze warunki do negocjacji cenników i ostatecznie przekłada się na wyższe koszty zakupów.

### Choroby zwierząt

Choroby zwierząt, jakie w ostatnich latach zostały nagłośnione przez media (pryszczycza, choroba wściekłych krów), czy „afera solna” mogą negatywnie wpływać na nastawienie konsumentów do produktów spożywczych i w rezultacie powodować spadek generowanego popytu. Na wielkość wyników finansowych mogą się przekładać rosnące wymogi sanitarne.

### Wzrost kosztu materiałów produkcyjnych

Na wyniki finansowe negatywny wpływ może mieć rosnący koszt opakowań (papieru, folii), czy materiałów produkcyjnych (jelita baranie, przyprawy). W 2010 roku ceny jelit baranich wzrosły o ponad 100% w rezultacie suszy na Bliskim Wschodzie i spadku dostaw półproduktów z tego regionu. W przyszłości podobne zdarzenia mogą mieć negatywny wpływ na kształtowanie się wyników w krótkim terminie.

### Zmiana przyzwyczajeń żywieniowych

Wzrost zainteresowania zdrowym trybem życia może wpłynąć na ograniczenie spożycia mięsa przez konsumentów. Pozytywnie natomiast na spożycie produktów Tarczyński powinien działać wzrost świadomości konsumenta i zwiększenie zainteresowania produktami o wyższej wartości dodanej z górnej półki.

## Wycena

Wartość Spółki Tarczyński szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 16,5 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 15,8 PLN/akcja.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	15,8
Wycena DCF	50%	16,5
	cena wynikowa	16,2
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>17,4</b>

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

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

### Analiza porównawcza dla akcji Grupy Tarczyński

	Kraj	Cena (USD)	P/E				EV/EBITDA			
			2011	2012	2013P	2014P	2011	2012	2013P	2014P
ATRIA PLC	Finlandia	8,7	-	18,5	11,5	8,6	9,0	6,7	6,4	6,0
CAMPOFRIO FOOD GROUP SA	Hiszpania	6,6	16,5	20,9	17,7	10,7	5,9	6,2	6,0	5,2
COLIAN SA	Polska	0,8	10,1	12,1	11,0	9,7	6,4	7,7	-	-
CRANSWICK PLC	W. Brytania	17,8	16,3	17,1	15,2	13,7	9,6	9,8	9,2	8,3
HKSCAN OYJ-A SHS	Finlandia	4,8	19,1	24,1	11,2	7,8	6,1	5,9	5,8	5,4
JBS SA	Brazylia	3,0	160,7	19,5	11,7	9,5	11,4	8,6	6,6	5,9
MARFRIG ALIMENTOS SA	Brazylia	3,2	-	52,6	35,8	9,0	9,2	6,7	6,8	6,2
MIESZKO SA	Polska	1,3	-	9,7	9,6	8,7	-	8,0	8,0	7,7
OTMUCHOW SA	Polska	2,7	-	12,4	14,2	10,5	-	6,5	6,8	6,1
PKM Duda	Polska	0,2	-	-	10,7	10,7	-	-	6,6	6,4
SMITHFIELD FOODS INC	USA	33,1	11,3	12,5	16,5	12,6	5,8	6,4	8,5	7,5
TYSON FOODS INC-CL A	USA	27,1	13,8	15,0	12,8	10,5	6,1	6,6	6,1	5,5
WAWEL SA	Polska	293,5	-	21,4	19,4	16,8	-	13,8	13,5	12,1
ZHONGPIN INC	Chiny	13,4	7,0	10,9	-	-	7,5	9,0	-	-
ZM HENRYK KANIA	Polska	0,8	-	26,4	-	-	-	-	-	-
Maksimum			160,7	52,6	35,8	16,8	11,4	13,8	13,5	12,1
Minimum			7,0	9,7	9,6	7,8	5,8	5,9	5,8	5,2
<b>Mediana</b>			<b>15,0</b>	<b>17,8</b>	<b>12,8</b>	<b>10,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>
Tarczyński (POST IPO)				6,9	9,1	8,5		5,0	5,2	4,9
Premia (dyskonto)				-61,3%	-29,3%	-18,5%		-25,8%	-22,7%	-20,6%
<b>Implikowana wycena</b>										
Mediana			15,0	17,8	12,8	10,5	6,9	6,7	6,7	6,1
Dyskonto				0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika					50%				50%	
Waga roku				0%	50%	50%		0%	50%	50%
Wartość firmy (POST IPO)			15,8							

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



Atria to fiński przetwórcza mięsa. Spółka przetwarza i dystrybuje mięso, przetworzone produkty mięsne z wołowiny, wieprzowiny, kurczaka, indyka. Grupa działa na terenie Finlandii i Szwecji. Campofrio to międzynarodowy koncern spożywczy, który produkuje, przetwarza i dystrybuje produkty mięsne z drobiu, wieprzowiny i wołowiny na całym świecie. Colian to krajowy producent słodczy, pralin, przypraw i napojów niealkoholowych. Cranswick przetwarza i dostarcza produkty mięsne do sieci detalicznych na terenie Wielkiej Brytanii. Spółka produkuje świeżą wieprzowinę, kiełbasy, wędliny, mięso gotowane czy wędzony bekon. HKScan przetwarza i sprzedaje mięso wieprzowe, drobiowe, wołowe i z indyka. W asortymencie znaleźć można świeże mięso, kiełbasy, frankfurterki, salami, sałatki i gotowe posiłki. Spółka działa na terenie Szwecji, Finlandii, Polski i w krajach nadbałtyckich. JBS jest przetwórcą wołowiny i wieprzowiny. Spółka sprzedaje pieczenie, wędzonki i inne przetwory na terenie całego świata. Marfrig Alimentos przetwarza wołowinę, wieprzowinę, baraninę i drób. Dodatkowo Spółka produkuje warzywa mrożone, mięso puszkowane, produkty gotowe i makarony. Mieszko to krajowy producent słodczy. Otmuchów to krajowy producent słodczy, płatków kukurydzianych i innych produktów śniadaniowych. PKM Duda to krajowy producent półtuszy wieprzowych. Spółka zajmuje się głównie rozbiorem mięsa. Smithfield Foods przetwarza wieprzowinę oraz zajmuje się hodowlą i rozbiórką zwierząt. Spółka sprzedaje szereg produktów, jak mrożone mięso do grillowania, chili i produkty wieprzowe. Sprzedaż odbywa się za pośrednictwem kanału nowoczesnego i tradycyjnego oraz w internecie. Tyson Foods produkuje i dystrybuje drób, wołowinę, wieprzowinę. Spółka swoje wyroby sprzedaje pod nazwą własną i markami hipermarketów. Spółka sprzedaje zarówno do dystrybutorów, jak i lokalnych sieci handlowych. Wawel to krajowy producent słodczy. Zhongpin produkuje i dystrybuje świeżą i mrożoną wieprzowinę, produkty przetworzone oraz warzywa. Sprzedaż ma miejsce w Chinach i poza granicami, szczególnie w miejscach uczęszczanych przez Chińczyków. Spółka towary dystrybuje przez sieci hipermarketów. Zakłady Mięsne Kania to przedsiębiorstwo o najbardziej zbliżonej do Tarczyńskiego skali produkcji. Spółka działa na terenie kraju, zajmując się produkcją wędlin i produktów przetworzonych z mięsa.

## Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka 4,3% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2020 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,2. Wyższy parametr beta jest związany z faktem, że Spółka prowadzi program inwestycyjny, którego pierwsze efekty będzie widać dopiero w 2015 roku. Do tego momentu warunki rynkowe mogą się dynamicznie zmieniać, dlatego decydujemy się na zwiększenie stopnia ryzyka zaaplikowanego do modelu.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2012. Wartość długu netto z końca 2012 roku uwzględnia 32 mln PLN środków, jakie w 1Q'12 Spółka przeznaczyła na wykup 16% udziałów od Opera FIZ. Od długu netto odejmujemy zakładaną wartość środków pozyskanych z giełdy.
- Zakładamy, że średnie ceny sprzedaży produktów w 2013 roku będą o 0,3% R/R wyższe. Wynika to faktu, że Spółka w 2012 roku dynamicznie podnosiła ceny produktów (w sumie +13,7% R/R), szczególnie w drugiej połowie roku. Zakładając nawet, że ceny pozostaną na poziomie z końca roku 2012, w całym 2013 roku znajdować się one będą na poziomie wyższym w porównaniu do średniej roku 2012. Szczególnie będzie to miało miejsce w pierwszej połowie roku 2013.
- Zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży wyrobów przetworzonych o 19,1% R/R (+4,3 tys. ton). Gwałtowny wzrost sprzedaży wynika ze spodziewanej realizacji umowy z Lidl (20 asortymentów). W związku z rozpoczęciem realizacji umowy zakładamy, że Spółka zatrudni dodatkowo 35 osób i zakupi trzecią linię do nadziewania kabanosów za 280 tys. EUR.
- Zakładamy stabilne ceny mięsa wieprzowego i drobiowego oraz wzrosty na poziomie 2% R/R w roku 2013.
- W pozostałych przychodach operacyjnych zakładamy, że Spółka przez najbliższe 24 lata księgować będzie dotację związaną z budową zakładu w Ujeźdźcu (20 mln PLN) oraz przez najbliższe 8 lat na zakup maszyn (0,7 mln PLN). Zakładamy również, że od roku 2015 Spółka księgować będzie dotację na rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu w wysokości 14,5 mln PLN (przez 20 lat). Dotacje są niepieniężne i nie wpływają na wycenę Spółki.
- Zakładamy, że Spółka corocznie ponosić będzie koszty sponsoringu klubu futbolu amerykańskiego KS Devils Wrocław. Szacujemy, że od 2013 roku koszty te spadną do 150 tys. PLN rocznie.
- Zakładamy, że Spółka przez najbliższe 8 lat wykorzysta tarczę podatkową, jaka wynika z przeniesienia znaku towarowego do spółki zależnej Tarczyński Marketing. Szacujemy, że łączna wartość tarczy wynosi 6,5 mln PLN. Zakładamy, że jej wykorzystanie będzie się zwiększać w kolejnych latach.
- Zakładamy, że w 2013 roku wydatki na reklamę wyniosą 3,5 mln PLN i będą ponoszone również w kolejnych latach.

- Zakładamy, że w wyniku instalacji sprzętu do weryfikowania zawartości tłuszczu w mięsie na przyjęciu surowca w zakładzie w Ujeźdźcu oszczędności związane z lepszym doborem dostawców wyniosą w 2013 roku 250 tys. PLN.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec lipca 2013 roku.

**Dodatkowe założenia:**

<b>Wolumeny (tys. ton)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Sprzedaż wyrobów przetworzonych	20,2	22,7	22,4	26,7	29,0	32,0	35,4	36,1	36,8	37,5	38,3	39,0
Sprzedaż mięsa	4,6	4,4	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
<b>Suma</b>	<b>24,8</b>	<b>27,1</b>	<b>24,3</b>	<b>28,4</b>	<b>30,7</b>	<b>33,8</b>	<b>37,1</b>	<b>37,9</b>	<b>38,6</b>	<b>39,4</b>	<b>40,2</b>	<b>41,0</b>
Zakupy mięsa wieprzowego	20,1	22,7	19,2	22,5	24,1	26,3	28,7	29,4	30,1	30,9	31,7	32,4
Zakupy mięsa drobiowego	3,5	4,4	4,6	6,4	7,2	8,3	9,6	9,8	10,0	10,3	10,6	10,8
<b>Suma</b>	<b>23,5</b>	<b>27,1</b>	<b>24,3</b>	<b>28,9</b>	<b>31,3</b>	<b>34,6</b>	<b>38,3</b>	<b>39,2</b>	<b>40,2</b>	<b>41,2</b>	<b>42,2</b>	<b>43,3</b>
<b>Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Grupa Tarczyński	70%	77%	69%	81%	87%	80%	88%	89%	91%	93%	95%	97%
<b>Ceny (PLN/kg)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Średnie ceny produktów	12,00	13,66	15,54	15,59	15,78	16,03	16,23	16,56	16,93	17,33	17,80	18,23
Ceny mięsa wieprzowego	3,95	4,64	5,51	5,51	5,62	5,73	5,85	5,96	6,08	6,21	6,33	6,46
Ceny mięsa drobiowego	3,45	4,11	4,26	4,26	4,35	4,43	4,52	4,61	4,70	4,80	4,89	4,99
<b>Zatrudnienie</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Ilość zatrudnionych (osoby)	856	917	884	921	946	977	1 010	1 017	1 024	1 030	1 037	1 044
Średnie miesięczne zarobki (tys. PLN)*	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9

\* wynagrodzenie + świadczenia pracownicze

## Model DCF

(mln PLN)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>452,1</b>	<b>493,7</b>	<b>550,5</b>	<b>612,5</b>	<b>637,0</b>	<b>664,1</b>	<b>693,1</b>	<b>726,2</b>	<b>758,0</b>	<b>791,6</b>	<b>805,5</b>
zmiana	16,9%	9,2%	11,5%	11,3%	4,0%	4,3%	4,4%	4,8%	4,4%	4,4%	1,8%
<b>EBITDA</b>	<b>35,1</b>	<b>36,0</b>	<b>39,5</b>	<b>40,7</b>	<b>39,9</b>	<b>40,4</b>	<b>41,6</b>	<b>45,7</b>	<b>47,2</b>	<b>49,3</b>	<b>48,2</b>
marża EBITDA	7,8%	7,3%	7,2%	6,7%	6,3%	6,1%	6,0%	6,3%	6,2%	6,2%	6,0%
Amortyzacja	12,2	12,7	16,8	17,2	17,2	16,9	16,7	16,5	16,4	16,3	16,3
<b>EBIT</b>	<b>22,9</b>	<b>23,4</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6</b>	<b>22,7</b>	<b>23,5</b>	<b>24,9</b>	<b>29,2</b>	<b>30,8</b>	<b>33,0</b>	<b>32,0</b>
marża EBIT	5,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,6%	3,5%	3,6%	4,0%	4,1%	4,2%	4,0%
Opodatkowane EBIT	3,1	3,1	2,9	2,9	2,7	2,9	2,9	5,2	5,6	6,0	5,8
<b>NOPLAT</b>	<b>19,7</b>	<b>20,3</b>	<b>19,8</b>	<b>20,6</b>	<b>20,0</b>	<b>20,7</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>25,3</b>	<b>27,0</b>	<b>26,2</b>
CAPEX	-16,5	-16,8	-15,3	-10,5	-11,0	-11,7	-12,4	-13,1	-13,9	-14,8	-16,3
Kapitał obrotowy	-14,2	-4,2	-6,1	-7,1	-3,0	-3,4	-3,8	-4,4	-4,4	-4,7	-2,0
Sprzedaż nieruchomości (Trzebnica)	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>4,8</b>	<b>12,0</b>	<b>15,2</b>	<b>20,2</b>	<b>23,1</b>	<b>22,5</b>	<b>22,6</b>	<b>23,0</b>	<b>23,4</b>	<b>23,8</b>	<b>24,2</b>
WACC	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%	10,2%
współczynnik dyskonta	0,96	0,88	0,81	0,74	0,67	0,61	0,55	0,50	0,45	0,40	0,36
PV FCF	4,6	10,6	12,3	14,9	15,5	13,7	12,4	11,4	10,4	9,6	8,8
<b>WACC</b>	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,6%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%	10,2%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Premia za ryzyko	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Efektywna stopa podatkowa	17,5%	16,6%	15,6%	14,8%	13,8%	13,4%	12,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	26,1%	23,5%	23,3%	21,4%	17,9%	13,9%	9,9%	5,8%	1,8%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0% **Analiza wrażliwości (PLN)**

Wartość rezydualna (TV)

296,1

**Wzrost FCF w nieskończoności**

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

119,0

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

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

115,4

WACC +1,0 p.p.

13,6

14,3

15,2

17,8

19,7

Wartość firmy (EV)

234,4

WACC +0,5 p.p.

14,5

15,4

16,4

19,5

21,8

Dług netto

90,6

WACC

15,6

16,5

**17,8**

21,4

24,3

Spłata udziałów Opera TFI

0,0

WACC -0,5 p.p.

16,7

17,8

19,3

23,7

27,4

Środki z emisji

-45,0

WACC -1,0 p.p.

18,0

19,3

21,0

26,5

31,1

Dywidenda wypłacona przed IPO

1,3

Wartość firmy

187,6

Liczba akcji (mln.)

11,3

**Wartość firmy na akcję (PLN)****16,5**

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,5%

**Cena docelowa****17,8**

**Rachunek Wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>313,8</b>	<b>378,8</b>	<b>386,7</b>	<b>452,1</b>	<b>493,7</b>	<b>550,5</b>	<b>612,5</b>	<b>637,0</b>
zmiana	13,9%	20,7%	2,1%	16,9%	9,2%	11,5%	11,3%	4,0%
Przychody ze sprzedaży produktów	298,0	370,1	377,8	443,0	484,4	541,0	602,8	627,2
Przychody ze sprzedaży towarów	15,8	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7	9,8
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>251,2</b>	<b>311,6</b>	<b>309,5</b>	<b>364,6</b>	<b>399,3</b>	<b>449,1</b>	<b>500,9</b>	<b>522,0</b>
Koszty sprzedaży produktów	238,0	303,6	301,2	356,2	390,6	440,3	491,9	512,8
Koszty sprzedaży towarów	13,2	8,0	8,3	8,5	8,6	8,8	9,0	9,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>62,6</b>	<b>67,2</b>	<b>77,2</b>	<b>87,5</b>	<b>94,4</b>	<b>101,4</b>	<b>111,6</b>	<b>115,0</b>
marża	19,9%	17,7%	20,0%	19,3%	19,1%	18,4%	18,2%	18,1%
Koszty zarządu	11,0	11,2	11,5	12,4	13,0	13,7	14,4	15,0
Koszty sprzedaży	35,1	48,1	45,3	53,0	58,8	66,5	75,1	78,9
Pozostała działalność operacyjna netto	2,5	1,8	0,9	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5
w tym dotacje	1,4	1,1	0,0	0,9	0,9	1,6	1,6	1,6
<b>EBIT</b>	<b>19,0</b>	<b>9,6</b>	<b>21,2</b>	<b>22,9</b>	<b>23,4</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6</b>	<b>22,7</b>
zmiana	23,3%	-49,3%	120,7%	7,6%	2,3%	-2,9%	3,7%	-3,6%
marża EBIT	6,1%	2,5%	5,5%	5,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,6%
Wynik na działalności finansowej	-4,0	-4,9	-7,1	-5,0	-4,7	-3,9	-3,9	-3,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>15,0</b>	<b>4,7</b>	<b>14,1</b>	<b>17,8</b>	<b>18,7</b>	<b>18,8</b>	<b>19,6</b>	<b>19,6</b>
Podatek dochodowy	-3,6	0,8	3,3	3,1	3,1	2,9	2,9	2,7
<b>Zysk netto</b>	<b>18,7</b>	<b>3,9</b>	<b>10,8</b>	<b>14,7</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>
zmiana	111,7%	-79,3%	179,4%	36,0%	6,1%	1,7%	5,4%	1,0%
marża	5,9%	1,0%	2,8%	3,3%	3,2%	2,9%	2,7%	2,6%
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	12,2	12,7	16,8	17,2	17,2
<b>EBITDA</b>	<b>29,0</b>	<b>20,8</b>	<b>33,3</b>	<b>35,1</b>	<b>36,0</b>	<b>39,5</b>	<b>40,7</b>	<b>39,9</b>
zmiana	15,9%	-28,4%	60,2%	5,4%	2,8%	9,6%	3,1%	-2,1%
marża EBITDA	9,2%	5,5%	8,6%	7,8%	7,3%	7,2%	6,7%	6,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
EPS	2,8	0,5	1,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
CEPS	4,4	2,0	3,6	2,4	2,5	2,9	3,0	3,0
ROAE	23,0%	4,2%	16,6%	11,6%	11,0%	10,7%	10,8%	10,5%
ROAA	8,9%	1,5%	4,6%	5,0%	5,2%	5,4%	5,4%	5,3%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>210,2</b>	<b>257,1</b>	<b>236,5</b>	<b>295,8</b>	<b>298,0</b>	<b>293,5</b>	<b>309,6</b>	<b>319,4</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>147,7</b>	<b>156,4</b>	<b>155,0</b>	<b>163,0</b>	<b>168,0</b>	<b>168,2</b>	<b>163,1</b>	<b>158,6</b>
Wartość niematerialne i prawne	2,0	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4
Rzeczowe aktywa trwałe	137,4	142,6	142,1	146,5	150,8	149,5	143,1	137,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Długoterminowe RM	8,1	8,7	8,0	11,6	12,4	13,9	15,4	16,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>62,5</b>	<b>100,7</b>	<b>81,4</b>	<b>132,9</b>	<b>130,0</b>	<b>125,3</b>	<b>146,5</b>	<b>160,8</b>
Zapasy	16,4	25,2	22,7	27,6	30,2	33,6	37,4	38,9
Należności krótkoterminowe	39,5	67,4	51,6	69,1	77,3	88,9	101,9	107,2
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	2,8	2,4	1,0	33,5	19,8	0,1	4,4	11,9
Krótkoterminowe RM	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>210,2</b>	<b>257,1</b>	<b>236,5</b>	<b>295,8</b>	<b>298,0</b>	<b>293,5</b>	<b>309,6</b>	<b>319,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>81,1</b>	<b>91,3</b>	<b>65,2</b>	<b>126,3</b>	<b>141,9</b>	<b>148,4</b>	<b>154,8</b>	<b>160,8</b>
Kapitał akcyjny	7,0	7,6	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kapitał zapasowy	9,3	18,7	0,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Kapitał rezerwowy	45,7	57,1	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8	43,8
Zysk z lat ubiegłych	19,0	7,5	14,9	28,4	43,9	50,5	56,9	62,9
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>53,4</b>	<b>57,1</b>	<b>55,1</b>	<b>55,1</b>	<b>55,1</b>	<b>35,1</b>	<b>35,1</b>	<b>35,1</b>
Dług	53,4	57,1	55,1	55,1	55,1	35,1	35,1	35,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>54,2</b>	<b>86,6</b>	<b>92,7</b>	<b>87,0</b>	<b>71,2</b>	<b>76,7</b>	<b>82,7</b>	<b>85,0</b>
Zobowiązania handlowe	37,5	56,1	48,2	51,5	55,4	60,7	66,4	68,7
Dług	8,6	16,5	36,4	26,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Rezerwy na zobowiązania	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	21,2	21,8	23,2	27,1	29,6	33,0	36,7	38,2
Dług	62,0	73,5	91,5	81,5	61,5	41,5	41,5	41,5
Dług netto	59,3	71,1	90,6	48,1	41,7	41,4	37,1	29,6
(Dług netto / Kapitał własny)	73,1%	77,9%	139,0%	38,0%	29,4%	27,9%	24,0%	18,4%
(Dług netto / EBITDA)	2,0	3,4	2,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7
BVPS	12,3	12,1	10,3	11,1	12,5	13,1	13,6	14,2



**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>18,3</b>	<b>8,6</b>	<b>34,4</b>	<b>16,8</b>	<b>27,9</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>32,5</b>
Zysk netto	18,7	3,9	10,8	14,7	15,6	15,9	16,7	16,9
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	12,2	12,7	16,8	17,2	17,2
Kapitał obrotowy	-8,3	-9,7	2,6	-14,2	-4,2	-6,1	-7,1	-3,0
Pozostałe	-2,1	3,3	8,9	4,1	3,8	2,3	2,3	1,5
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-28,7</b>	<b>-13,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-13,0</b>	<b>-16,8</b>	<b>-15,3</b>	<b>-10,5</b>	<b>-11,0</b>
CAPEX	-28,8	-13,1	-9,1	-16,5	-16,8	-15,3	-10,5	-11,0
Inwestycje kapitałowe	0,1	0,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>10,4</b>	<b>4,1</b>	<b>-26,7</b>	<b>28,7</b>	<b>-24,7</b>	<b>-33,3</b>	<b>-14,2</b>	<b>-14,0</b>
Dług	6,9	2,0	18,0	-10,0	-20,0	-20,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	-2,9	-3,8	-6,5	-5,7	-5,8	-4,3	-4,0	-3,4
Dywidendy	-4,3	-4,0	-4,5	-1,3	0,0	-9,4	-10,3	-10,9
Buy-back (wykup akcjonariuszy)	0,0	0,0	-32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	10,0	9,8	0,0	45,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	0,0	-1,7	0,7	1,1	0,4	0,1	0,2
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>32,5</b>	<b>-13,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>4,3</b>	<b>7,5</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	2,8	2,4	1,0	33,5	19,8	0,1	4,4	11,9
DPS (PLN)	0,6	0,5	0,7	0,1	0,0	0,8	0,9	1,0
FCF	-4,2	-3,1	23,3	4,8	12,0	15,2	20,2	23,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-9,2%	-3,5%	-2,4%	-3,6%	-3,4%	-2,8%	-1,7%	-1,7%

**Wskaźniki rynkowe**

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	4,1	22,9	6,9	9,1	8,5	8,4	8,0	7,9
P/CE	2,7	5,9	3,3	5,0	4,7	4,1	3,9	3,9
P/BV	1,0	1,0	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-3,0%	-1,9%	14,1%	2,6%	6,8%	8,7%	11,9%	14,2%
EV/EBITDA	4,7	7,7	5,0	5,2	4,9	4,4	4,2	4,1
EV/EBIT	7,2	16,6	7,8	7,9	7,5	7,7	7,2	7,2
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
CFO/EBITDA	63,0%	41,4%	103,3%	48,0%	77,3%	73,1%	71,4%	81,5%
DYield*	5,50%	4,51%	6,05%	0,95%	0,00%	7,02%	7,74%	8,16%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>11,74</b>							
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
MC (mln PLN)	77,3	88,7	74,5	133,2	133,2	133,2	133,2	133,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	136,5	159,9	165,1	181,3	174,9	174,7	170,3	162,8

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

**Departament Analiz:**

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

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

**Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych

**DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Tarczyński S.A.**