

22 lipca 2013

Raport analityczny



BRE DOM INWESTYCYJNY



**Przemysł
Spożywczy**
Polska

Cena bieżąca	11,74 PLN
Cena docelowa	17,40 PLN
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 Tarczyński	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.

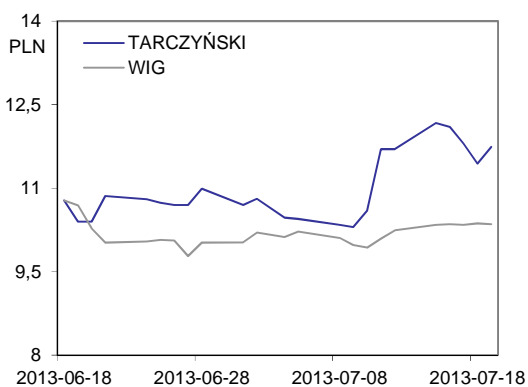
Profil spółki

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 korzystać 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)

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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.