



Dalszy wzrost przychodów i pozytywny CFO

ZM Henryk Kania po raz kolejny zaprezentowały bardzo dobre wyniki kwartalne. Spółka nie tylko utrzymała dynamikę przychodów na dwucyfrowym poziomie przy stabilnych marżach, ale również drugi kwartał z rzędu pokazała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Dodatkowo spółka weszła w proces stopniowego obniżania poziomu długu, co przełożyło się na niewielką poprawę wskaźników zadłużenia.

- **Przychody** – Kwartalne przychody odnotowały wzrost o 18% r/r do poziomu 242,7 mln PLN głównie dzięki dalszemu rozwojowi w sieciach handlowych oraz w mniejszym stopniu dzięki sprzedaży eksportowej.
 - (i) Kwartałna sprzedaż do największego kontrahenta (Biedronka) wyniosła 136,9 mln PLN (+26,1% r/r)
 - (ii) Sprzedaż eksportowa w 1Q16 wyniosła 14,5 mln PLN vs. 13,5 mln PLN w 1Q15.
- **Rentowność** – W 1Q16 marża EBITDA i EBIT wzrosły o odpowiednio 0,4pp i 0,3pp r/r do poziomów 7,3% i 6,6%. Podobnie jak ostatnich kwartałach na poprawę rentowności wpłynęły głównie: przeprowadzona optymalizacja produkcji oraz sprzyjające otoczenie surowcowe.
- **Przepływy pieniężne** – 1Q16 był drugim z rzędu kwartałem, kiedy spółka pokazała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości 13,3 mln PLN obejmujące min. zmianę kapitału obrotowego na poziomie +4,2 mln PLN (zmiana stanu zapasów -14,9 mln PLN; zmiana stanu należności +4,1 mln PLN; zmiana stanu zobowiązań +15,1 mln PLN).
- **Zadłużenie** - Dług netto na koniec 1Q16 wzrósł do poziomu 205,0 mln PLN (-3,0% q/q). Wskaźnik dług netto/EBITDA obniżył się do 2,75x na koniec 1Q16 z 2,96x na koniec 4Q15. Wskaźnik ogólnego zadłużenia spadł do 63% na koniec 1Q16.

Adrianna Kocięda

Analitik
adrianna.kocięda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

Profil Spółki:

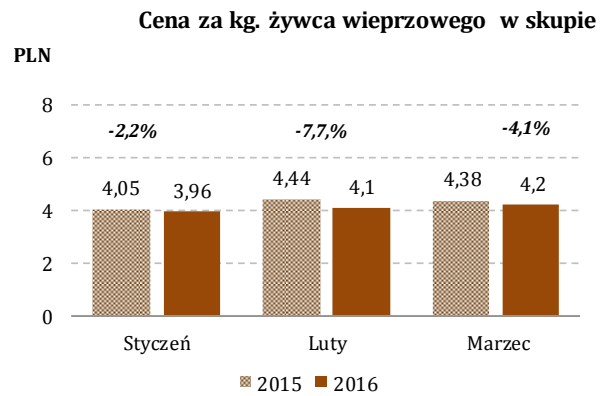
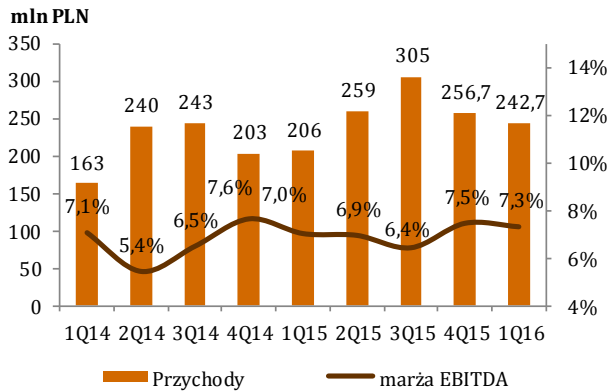
Głównym przedmiotem działalności ZM Henryk Kania jest przetwórstwo mięsne. Spółka produkuje wyroby głównie na bazie wieprzowiny oraz w nieznacznym stopniu produkty drobiowe, które są sprzedawane pod markami: Henryk Kania, Polskie Snaki, Kabanoski i Kraina Obfitości oraz pod markami własnymi sieci, z którymi Spółka współpracuje. Głównymi odbiorcami produktów spółki są sieci handlowe i dyskontowe w kraju i zagranicą. Aktualnie ZM Henryk Kania ma około 180 znaczących kontrahentów, z czego najważniejsi to: Biedronka i Lidl, Netto, Kaufland, Makro.

mln PLN	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	r/r	q/q
Przychody	206,3	259,4	305,0	256,7	242,7	18%	-5%
Koszty działalności operacyjnej	193,7	242,0	285,7	242,4	226,8	17%	-6%
Zysk ze sprzedaży	12,6	17,4	19,3	14,3	15,9	26%	12%
marża brutto	6,1%	6,7%	6,3%	5,6%	6,6%		
EBITDA	14,5	18,0	19,6	19,1	17,7	22%	-7%
marża EBITDA	7,0%	6,9%	6,4%	7,5%	7,3%		
EBIT	12,5	16,0	16,9	17,9	15,8	26%	-12%
marża EBIT	6,1%	6,2%	5,5%	7,0%	6,5%		
Zysk netto	8,8	6,5	10,9	15,3	9,6	10%	-37%
marża netto	4,2%	2,5%	3,6%	5,9%	4,0%		
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,1	-3,9	-34,2	19,9	13,3		
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,2	-2,2	1,5	-5,1	-4,9		
Przepływy z działalności finansowej	4,9	6,1	32,8	-12,5	-11,0		
Przepływy pieniężne netto	0,1	0,0	0,1	2,4	-2,6		
Dług netto	171,2	185,5	222,9	210,9	205,0	20%	-3%
Dług netto/ EBITDA	2,93	2,91	3,29	2,96	2,75		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,64	0,65	0,67	0,64	0,63		

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A.

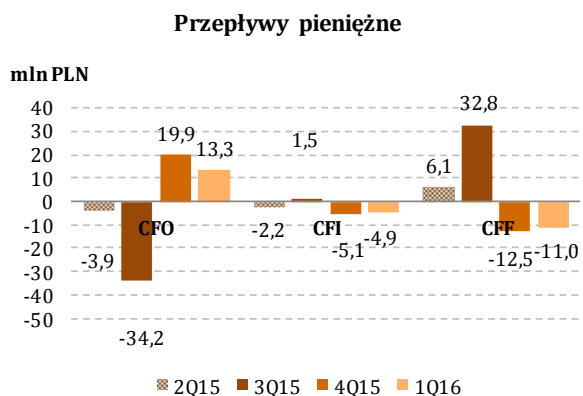
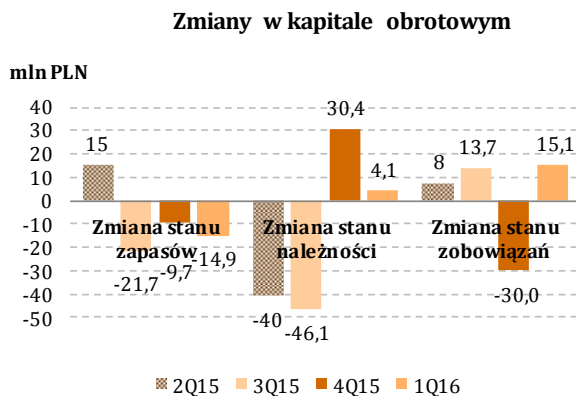
Informacje dotyczące powiązań NWAI Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

ZM Henryk Kania - kwartalne wyniki finansowe (wykres lewy); Ceny skupu żywca wieprzowego (wykres prawy)



Źródło: GUS, Maklerski, ZM Henryk Kania S.A., Szacunki NWAI Dom

ZM Henryk Kania - kwartalne zmiany w kapitale obrotowym (wykres lewy); kwartalne przepływy pieniężne (wykres prawy)



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

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

BOOK VALUE - wartość księgowa

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

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

DEFINICJE

Obligacje stałokuponowe:

- Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

gdzie C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji, φ - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym Z_T relacją:

$$r_T = \left[(Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

Obligacje zmiennokuponowe

- Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100 Z_\delta(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

δ - Discount Margin, P - cena brudna obligacji, q - marża, W_{FIX} - znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, W_{Stub} - Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m), $\Delta_1, \dots, \Delta_n$ - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz T_1, \dots, T_n daty wypłaty kuponów.

Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100 Z_\gamma(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$ - oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami T_{j-1} a T_j , γ - Zero Discount Margin.

Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).

Stosowane metody wyceny

NWAI Dom Maklerski opiera się następujących metodach wyceny: metoda porównawcza (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor oraz analizą wybranych czynników uznanych za istotne), metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (metoda DCF) oraz wskaźnik Altmana EM-Score.

Zaletą stosowanej metody porównawczej jest znacząca liczba wykorzystywanych wskaźników oraz innych czynników, co umożliwia porównanie spółki lub jej instrumentów pod względem wielu aspektów. Wadą stosowanej metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętych wskaźników finansowych oraz subiektywność przy ocenie

bezpośrednio niemierzalnych czynników, jak również brak możliwości bezwzględnej oceny analizowanych instrumentów czy emitenta.

Metoda DCF jest 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.

Zaletą wskaźnika Altmana EM-Score jest jego powszechne stosowanie, które ułatwia interpretację wyników oraz umożliwia bezwzględną ocenę aktualnej zdolności kredytowej emitenta. Do wad należy zaliczyć niewielką liczbę wskaźników, ich wrażliwość na różnego rodzaju przeszacowania oraz brak uwzględniania specyfiki branży. Należy zwrócić uwagę, że obie metody są niezależne od bieżących wycen rynkowych.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAI Dom Maklerski S.A. nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAI Dom Maklerski ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. na zlecenie Emitenta na podstawie zawartej umowy o świadczenie usługi płatnego researchu. NWAI Dom Maklerski S.A. za przygotowanie niniejszego raportu otrzymał wynagrodzenie od Emitenta oraz będzie otrzymywał wynagrodzenie w przyszłości.

NWAI Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez ZM Henryk Kania S.A. i z tego tytułu otrzymuje wynagrodzenie od spółki. Ponadto, NWAI Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego dla obligacji spółki ZM Henryk Kania S.A. i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie od Spółki. NWAI nie posiada akcji Spółki, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiedzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiejkolwiek powiązania. NWAI jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

Pozostałe klauzule

Niniejsza rekomendacja została sporządzona przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych.

Niniejsza rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszą rekomendację działali z należyłą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

W pozostałym zakresie informacje zawarte w niniejszym dokumencie stanowią opinie NWAI, w szczególności dotyczące prezentowanych wycen i prognoz danych finansowych spółki. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI Dom Maklerski bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAI. NWAI nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Aktualizacja niniejszej rekomendacji dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Rekomendacje wydawane przez NWAI Dom Maklerski obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy NWAI wydał 2 Rekomendacje, tj. 2. W ciągu ostatnich 12 miesięcy, w ramach świadczenia usługi płatnego researchu, NWAI Dom Maklerski S.A. sporządził i opublikował w dniu 23.09.2015r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 3,88 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,79 PLN; w dniu 19.11.2015r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 4,03 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,70 PLN; a dniu 31.03.2016r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 4,09 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,19 PLN. NWAI Dom Maklerski S.A. nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

Niniejsza rekomendacja została w zamierzeniu przygotowana i przeznaczona do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r., poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę

merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

NWAI Dom Maklerski informuje, że inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. NWAI Dom Maklerski zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m.in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne lub polityczne. Decyzja o zakupie jakichkolwiek instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.