



Przedświadczone zakupy

W niniejszym raporcie poddajemy analizie kredytowej spółkę ZM Henryk Kania, na podstawie której wyrażamy pozytywną ocenę ryzyka kredytowego. Argumenty, które przemawiają za takim postrzeganiem spółki jako emitenta dłużnych papierów wartościowych to ugruntowana pozycja rynkowa, perspektywy dynamicznego wzrostu i istotnej poprawy przepływów pieniężnych. Rozwój sprzedaży w kanale nowoczesnym, reorganizacja produkcji oraz poprawa cyklu konwersji gotówki, a także sprzyjająca sytuacja na rynku surowcowym powinny umożliwić spółce osiągnięcie rekordowych wyników oraz wygenerowanie środków pieniężnych, zapewniających obsługę oraz spłatę zadłużenia.

Rekordowe wyniki w 2014r.

Spodziewamy się, iż w 2014r. spółka pochwali się rekordowymi wynikami. Nasze szacunki na 2014r. zakładają wzrost przychodów o 35,5% do 821 mln PLN oraz marże EBITDA, EBIT i netto na poziomach odpowiednio: 6,5%; 5,6% i 3,1%. Wysokiej rentowności w 2014r. sprzyjają osiągnięte efekty reorganizacji produkcji oraz atrakcyjne ceny surowca. Ograniczenia eksportu mięsa do Rosji, mające miejsce w 2014r. przełożyły się na jego nadpodaż na rodzimym rynku, powodując presję na ceny surowca, który stanowi ponad połowę kosztów operacyjnych emitenta.

Dynamiczny rozwój w oparciu o sprzedaż w kanale nowoczesnym

ZM Henryk Kania realizując strategię rozwoju w oparciu o sprzedaż w kanale nowoczesnym (dyskonty, hiper i supermarkety) odnotowuje wysoką dynamikę wzrostu. Prognozowany przez nas CAGR przychodów na przestrzeni lat 2013-2017P wynosi 19,8%. Oczekujemy, iż wraz z rozszerzeniem skali działalności spółka będzie w stanie utrzymać wysokie rentowności dzięki: (i) korzyściom efektu skali (specjalizacja produkcji, niższe koszty logistyki); (ii) rozszerzeniu oferty o produkty wysokomarżowe; (iii) skrócenie cyklu konwersji gotówki.

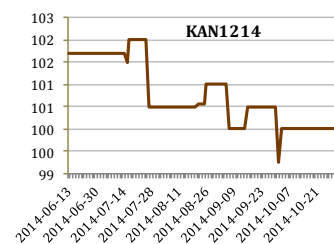
Tendencje wzrostowe w konsumpcji mięsa

Prognozy OECD zakładają, iż w latach 2014-23P spożycie mięsa ogółem w krajach UE będzie się zwiększać ze średnioroczną stopą wzrostu na poziomie +0,27%.

Ocena standingu finansowego

Według naszych szacunków, w okresie 2014-17P przepływy pieniężne generowane przez spółkę powinny być wystarczające na obsługę kosztów zadłużenia, nakłady inwestycyjne, a także zapewnią możliwość spłaty zadłużenia. Wskaźnik Altman EM-Score na poziomie 7,18 w 2014P i 7,62 w 2015P wskazuje na dobrą kondycję finansową spółki.

Wartość emisji (mln)	Kupon	Data wykupu	Zero discount margin
17,8	WIBOR 3M + 6,10%	gru-14	5,21%
12	4,50%	gru-14	n.d.



Adrianna Kocięda
Analityk
adrianna.kocięda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

	Przychód (m PLN)	EBITDA (m PLN)	marża EBITDA	EBIT (m PLN)	marża EBIT	Zysk netto (m PLN)	marża netto	Dług netto (m PLN)	Wskaźnik ogólnego zadłużenia	Dług netto/EBITDA (x)
2012	391	20	5,1%	14	3,7%	6	1,7%	112	62%	5,6
2013	606	30	5,0%	24	3,9%	15	2,5%	133	64%	4,4
2014P	821	54	6,5%	46	5,6%	26	3,1%	172	65%	3,2
2015P	985	61	6,2%	53	5,4%	32	3,2%	171	63%	2,8
2016P	1 133	70	6,2%	62	5,5%	39	3,4%	165	59%	2,4
2017P	1 246	74	5,9%	66	5,3%	44	3,5%	140	55%	0,3

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.

Podsumowanie

Głównym przedmiotem działalności ZM Henryk Kania jest przetwórstwo mięsne. Spółka produkuje wyroby na bazie wieprzowiny (99% sprzedaży) i oraz w nieznacznym stopniu produkty drobiowe (1% sprzedaży), 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 z nich to: Biedronka, Lidl, Netto, Kaufland, Żabka, Makro, Delikatesy Centrum, E.Leclerc, Carrefour, Real, Auchan, Intermarche.

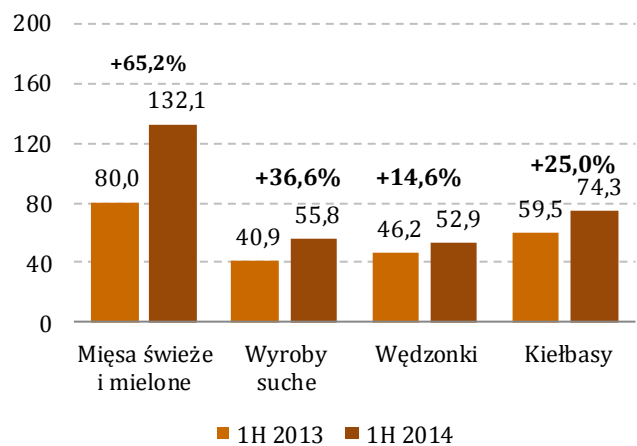
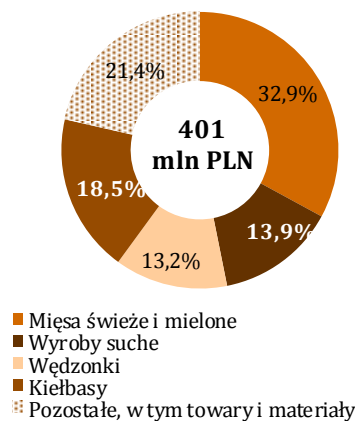
Strategia produktowa

Spółka działa dwutorowo jeżeli chodzi o strategię produktową. Sprzedaż w ramach kanału nowoczesnego obejmuje zarówno produkty sprzedawane pod marką Henryk Kania jak i produkty pod marką własną sieci (dual label). W pierwszym półroczu 2014r. sprzedaż wyrobów pod markami własnymi wynosiła ok. 64%, natomiast pod marką Henryk Kania 36% sprzedaży.

Spółka wdrożyła program marketingowy wspierający wyroby sprzedawane pod marką Henryk Kania i planuje jego kontynuację w kolejnych latach. Jednocześnie asortyment jest cały czas rozszerzany o produkty premium, które generują wyższe marże min. kabanosy i wyroby plastrowane. W pierwszej połowie 2014r. struktura sprzedaży wyglądała następująco: mięsa świeże i mielone odpowiadały za 32,9% sprzedaży, kiełbasy za 18,5%, wyroby suche 13,9% , wędzonki za 13,2%.

ZM Henryk Kania – Sprzedaż (mln PLN)

Struktura sprzedaży 1H 2014



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

Ugruntowana pozycja rynkowa dzięki sprzedaży w kanale nowoczesnym

Pozycja rynkowa spółki ZM Henryk Kania staje się coraz silniejsza dzięki spozycjonowaniu sprzedaży w kanale nowoczesnym. Spółka przez ostatnie lata wypracowała relacje z sieciami handlowymi, głównie Biedronką, Lidlem i Netto. Sieci handlowe mają wysokie wymagania jeśli chodzi o utrzymanie jakości i wolumeny dostarczanego towaru, ale jednocześnie umożliwiają sprzedaż wysokich wolumenów poszczególnych linii asortymentowych. Dzięki temu, spółka koncentruje sprzedaż na wyspecjalizowanych liniach produktowych, co przekłada się na istotne oszczędności kosztowe (dłuższe cykle produkcyjne).

Szybki rozwój sieci handlowych, przekłada się na wzrosty sprzedaży ich partnerów handlowych. Główny partner handlowy ZM Henryk Kania - Biedronka, która na koniec trzeciego kwartału sieć liczyła 2.527 placówek, otworzyła od początku roku 149 sklepów (+6%). Sieć Lidl, która aktualnie liczy około 500 dyskontów w Polsce, będzie otwierała ok. 30 nowych sklepów rocznie (+6%). Sieć Netto, która ma 329 sklepów w Polsce zamierza otworzyć w 2015r. ok. 50 nowych sklepów (+15%).

Aktualnie spółka z obrotami rzędu 821 mln PLN posiada udział szacowany na ok. 5,5-6,0% w rynku przetworzonego mięsa i wędlin szacowanym na ok. 14,5 mld PLN(wg. GFK).

Moce produkcyjne

Wraz z rozwojem sieci handlowych, z którymi współpracuje spółka, rośnie zapotrzebowanie na moce produkcyjne. W ostatnich latach ZM Henryk Kania zwiększyła moce produkcyjne ze 100 ton/dobę do 260 ton/dobę min. dzięki rozbudowie zakładu w Mokrsku (do 80 ton/dobę) oraz podpisaniu umowy o współpracy ze Staropolskimi Specjałami (do 85 ton/dobę). Wraz z rosnącym popytem spółka będzie kontynuować zwiększanie mocy produkcyjnych zarówno organicznie jak i poprzez akwizycje.

Optymalizacja produkcji

Aktualnie ZM Henryk Kania skupia się na kontynuacji współpracy z sieciami handlowymi oraz dostosowaniu organizacji produkcji do tego celu. Sprzedaż dużych wolumenów poszczególnych linii produktowych umożliwia spółce optymalną alokację produkcji. Oznacza to specjalizację poszczególnych zakładów oraz poszczególnych linii produkcyjnych, a także dostosowanie procesów logistycznych, w taki sposób aby zredukować koszty transportu.

Sytuacja rynkowa

Zgodnie z prognozami dla rynku mięsa, który jest silnie skorelowany z rynkiem zboża, ceny mięsa będą wykazywać tendencję spadkową. Oczekiwania dla rynku zbóż zakładają spadek cen w sezonie 2014/2015 ze względu na udane plony, co przekłada się na wysoką podaż powodującą presję na ceny. Według Zespołu Ekspertów Agencji Rynku Rolnego ceny skupu zbóż w kraju do końca marca 2015 r. mogą utrzymywać się poniżej cen ubiegłorocznych. Ze względu na korzystne ceny zbóż i embargo na import mięsa z krajów UE do Rosji (nałożonego 29 stycznia 2014r.), spodziewana jest nadpodaż wieprzowiny, co może przełożyć się na niższe ceny mięsa.

Analiza Biznesowa

W tej części analizy skupiliśmy uwagę na istotnych w naszej ocenie czynnikach determinujących ocenę ryzyka kredytowego. Analiza obejmuje dywersyfikację przychodową, możliwości generowania gotówki, elastyczność finansową oraz udzielone zabezpieczenia.

Elastyczność finansowa

Elastyczność finansową ZM Henryk Kania oceniamy wysoko ze względu na potencjał do zwiększenia zadłużenia oraz możliwość uzyskania dodatkowej gotówki.

Choć aktualne zapotrzebowanie spółki na kapitał jest niższe niż jej możliwości kredytowe, uważamy że biorąc pod uwagę: (i) pozytywne postrzeganie spółki przez inwestorów, (ii) możliwość zabezpieczenia zadłużenia majątkiem trwałym, (iii) zdolność generowania gotówki pozwalającej na obsługę zadłużenia, (iv) silną pozycję rynkową, możliwość pozyskania dodatkowego finansowania jest wysoka.

Zabezpieczenia

Dzięki pozytywnemu postrzeganiu ZM Henryk Kania jako emitenta obligacji, ostatnia emisja papierów dłużnych serii C nie była zabezpieczona (podobnie jak wcześniejsza emisja obligacji serii B, która zapadła w listopadzie 2013r.).

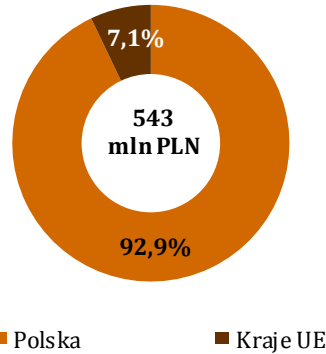
Dywersyfikacja przychodowa

W naszej ocenie dywersyfikacja przychodowa pod kątem kanałów dystrybucji, zróżnicowania geograficznego oraz portfolio klientów powinna zapewnić spółce stabilność przychodów.

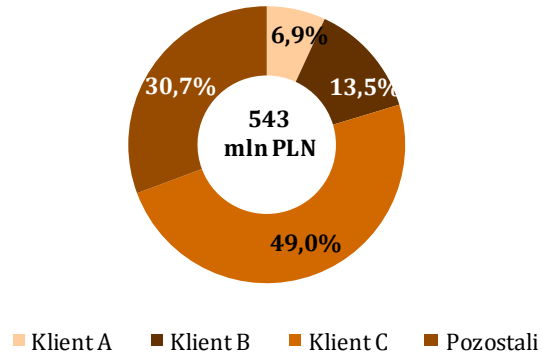
- **Asortyment produktów** – ZM Henryk Kania oferują produkty mięsne, z czego największy udział w sprzedaży ma aktualnie mięso świeże i mielone. Strategia spółki zakłada rozszerzenie asortymentu o produkty wysokomarżowe (głównie kabanosy, wędzonki, kiełbasy plastrowane) co powinno przełożyć się na wyższą dywersyfikację produktową. W pierwszej połowie 2014r. struktura sprzedaży wyglądała następująco: mięsa świeże i mielone odpowiadały za 32,9% sprzedaży, kiełbasy za 18,5%, wyroby suche 13,9% , wędzonki za 13,2%.
- **Kanały dystrybucji** – Dominującym kanałem sprzedaży wyrobów ZM Henryk Kania jest kanał nowoczesny. Sprzedaż do dyskontów stanowi ok. 59% przychodów, do super i hipermarketów ok. 35%, za pozostałe 6% to sprzedaż eksportowa.
- **Zróżnicowanie geograficzne**
W 2013r. około 93% sprzedaży spółka generowała na terenie Polski, pozostałe 7% przychodów na terenie krajów UE. Strategia emitenta zakłada stopniowy wzrost sprzedaży eksportowej. Oczekujemy, że sprzedaż za granicę będzie rosła w tempie ok. 5% rocznie.
- **Portfolio klientów**
Głównymi odbiorcami produktów spółki są sieci handlowe i dyskontowe w kraju i zagranicą. Aktualnie Spółka ma ok. 180 znaczących kontrahentów, z czego najważniejsi z nich to: Biedronka, Lidl, Netto, Kaufland, Żabka, Makro, Delikatesy Centrum, E.Leclerc, Carrefour, Real, Auchan, Intermarche. Sprzedaż do 10 kontrahentów stanowi ponad 90% wartości sprzedaży ogółem.

ZM Henryk Kania – Struktura przychodów

Geograficzna struktura przychodów 2013r.



Portfolio klientów 2013r.

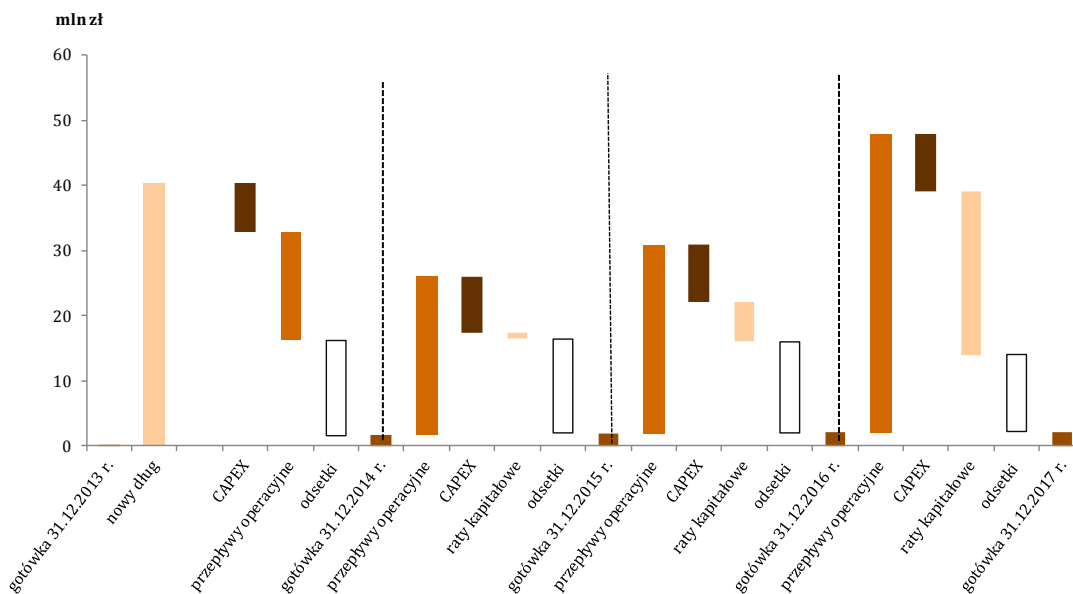


Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A.

Generowanie gotówki

Dzięki długoterminowym kontraktom zapewniającym powtarzalność przychodów spółka na bieżąco generuje pozytywne przepływy pieniężne. Szacujemy, iż w okresie prognozy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej będą pokrywać koszty zadłużenia, nakłady na inwestycje odtworzeniowe. Skumulowana gotówka powinna również zapewnić możliwość spłaty zadłużenia zapadającego w 2017r.

ZM Henryk Kania – Prognoza przepływów pieniężnych 2013-2017P



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

Analiza finansowa

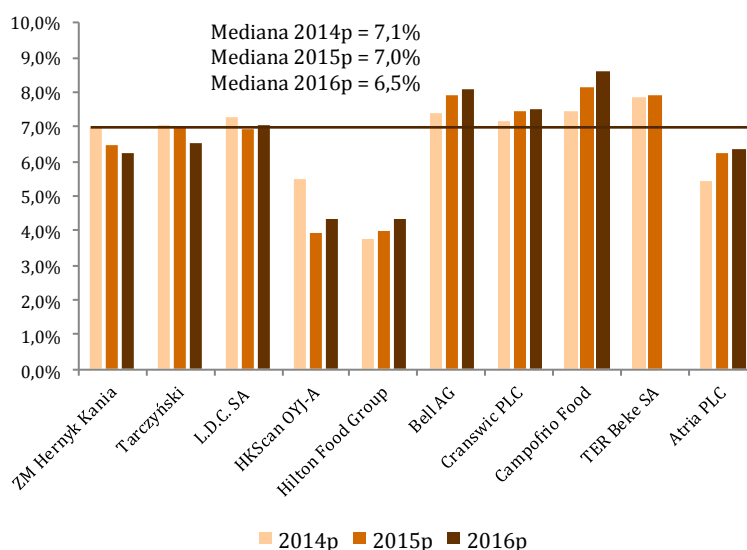
Bazując na konsensusie prognoz dla spółek, które prowadzą podobną działalność do ZM Henryk Kania w Polsce i Europie Zachodniej, przeanalizowaliśmy jak wyniki finansowe spółki plasują się na tle grupy porównawczej. W analizie skupiliśmy się na wskaźnikach rentowności, zdolności generowania gotówki oraz zadłużenia.

Rentowność

Zgodnie z naszymi prognozami marża EBITDA generowana przez ZM Henryk Kania wyniesie 6,5% w roku 2014, co jest wynikiem nieznacznie niższym od mediany dla spółek europejskich, których marża EBITDA zgodnie z konsensem prognoz na 2014r. będzie oscylować w okolicach 7,1%. Marże EBITDA dla ZM Henryk Kania na lata 2015-16P zaprognozowaliśmy, zakładając konserwatywny scenariusz na rynku mięsnym.

Marże EBITDA spółek branży mięsnej

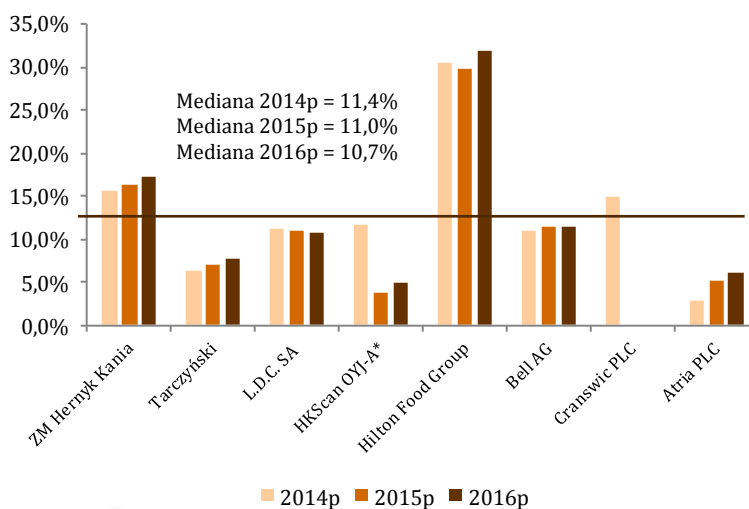
	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	6,5%	6,2%	6,2%
Tarczyński	7,1%	7,0%	6,5%
L.D.C. SA	7,3%	7,0%	7,0%
HKScan OYJ-A	5,5%	3,9%	4,3%
Hilton Food Group	3,8%	4,0%	4,3%
Bell AG	7,4%	7,9%	8,1%
Cranswic PLC	7,2%	7,4%	7,5%
Campofrio Food	7,4%	8,1%	8,6%
TER Beke SA	7,8%	7,9%	
Atria PLC	5,4%	6,2%	6,3%
mediana	7,1%	7,0%	6,5%



Źródło: Bloomberg, Szacunki NWAI Dom Maklerski

ROE spółek branży mięsnej

	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	15,7%	16,4%	17,2%
Tarczyński	6,2%	7,1%	7,6%
L.D.C. SA	11,2%	11,0%	10,7%
HKScan OYJ-A*	11,6%	3,7%	4,9%
Hilton Food Group	30,4%	29,9%	31,8%
Bell AG	10,9%	11,5%	11,4%
Cranswic PLC	15,0%		
Atria PLC	2,9%	5,1%	6,0%
mediana	11,4%	11,0%	10,7%

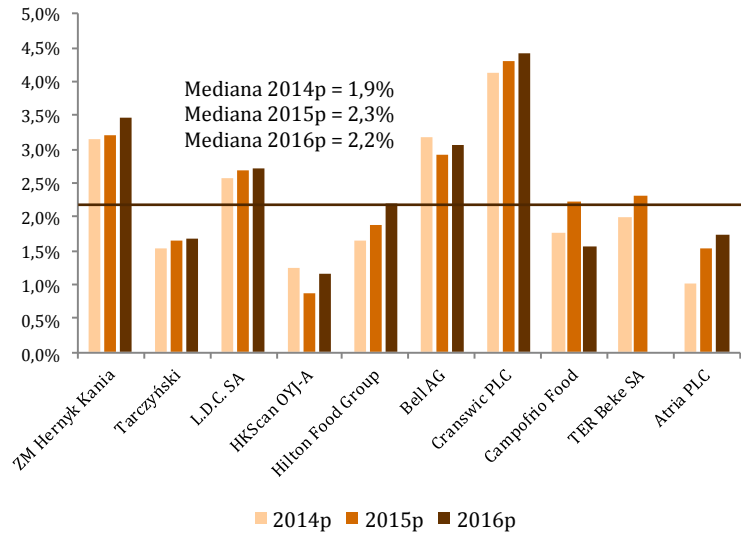


Źródło: Bloomberg, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Pod względem oczekiwanych wskaźników ROE, ZM Henryk Kania z ROE oscylującym w przedziale 15,7-17,2% w okresie prognozy 2014-17P, plasuje się znacznie powyżej rynkowej mediany na poziomie 10,7%-11,4%. Prognozy dla zysku netto w okresie 2014-17P zakładają relatywnie wysoką rentowność w porównaniu do spółek z grupy porównawczej.

Marże netto spółek branży mięsnej

	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	3,1%	3,2%	3,5%
Tarczyński	1,5%	1,7%	1,7%
L.D.C. SA	2,6%	2,7%	2,7%
HKScan OYJ-A	1,2%	0,9%	1,2%
Hilton Food Group	1,6%	1,9%	2,2%
Bell AG	3,2%	2,9%	3,1%
Cranswic PLC	4,1%	4,3%	4,4%
Campofrio Food	1,8%	2,2%	1,6%
TER Beke SA	2,0%	2,3%	
Atria PLC	1,0%	1,5%	1,7%
mediana	1,9%	2,3%	2,2%



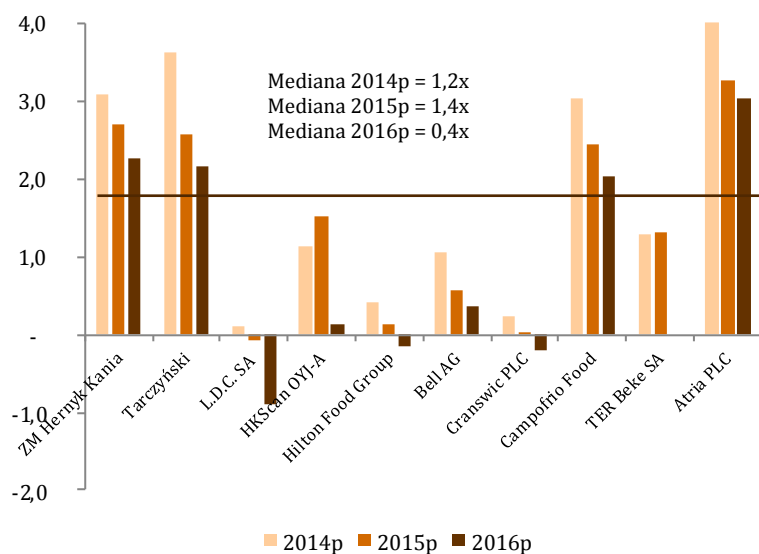
Źródło: Bloomberg, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Zadłużenie

Bazując na wskaźniku dług netto/EBITDA(x), widać, iż spółka aktualnie znajduje się w fazie dynamicznego rozwoju, co wiąże się ze wzmożonym zapotrzebowaniem na kapitał, które jest finansowane długiem. W naszej ocenie prognozowany na 2014r. wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 3,2x, wskazuje na bezpieczny poziom zadłużenia utrzymywany przez ZM Henryk Kania. Oczekujemy, iż w kolejnych latach emitent będzie generować strumienie gotówki umożliwiające redukcję długu netto i poprawę wskaźników zadłużenia.

Dług netto / EBITDA (x) spółek branży mięsnej

	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	3,2	2,8	2,4
Tarczyński	3,6	2,6	2,2
L.D.C. SA	0,1	0,1	0,9
HKScan OYJ-A	1,1	1,5	0,1
Hilton Food Group	0,4	0,1	0,2
Bell AG	1,1	0,6	0,4
Cranswic PLC	0,2	0,0	0,2
Campofrio Food	3,0	2,4	2,0
TER Beke SA	1,3	1,3	
Atria PLC	4,0	3,3	3,0
mediana	1,2	1,4	0,4



Źródło: Bloomberg, Szacunki NWAI Dom Maklerski

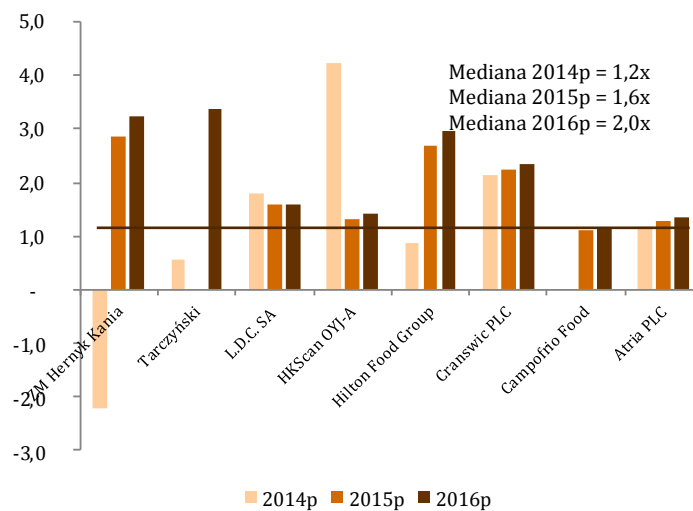
Zdolność generowania gotówki

Pamiętając, iż z punktu widzenia obligatariuszy, kluczowym aspektem jest to, czy emitent jest w stanie obsługiwać a następnie spłacać zadłużenie oraz pokrywać potrzeby kapitałowe, przeanalizowaliśmy zdolność generowania gotówki. Na potrzeby analizy wybraliśmy 2 wskaźniki pokazujące stopień pokrycia środkami pieniężnymi wygenerowanymi z działalności operacyjnej długu netto (CFO/dług netto) oraz nakładów inwestycyjnych (CFO/CAPEX).

Wskaźnik pokrycia nakładów inwestycyjnych środkami pieniężnymi wygenerowanymi z działalności operacyjnej (CFO/CAPEX) w 2014r. w przypadku ZM Henryk Kania jest ujemny ze względu na prognozowane ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Natomiast w latach 2015-16P wskaźnik ten przewyższa medianę dla analizowanych spółek Wynika, to z tego, że spółka nie planuje istotnych inwestycji ponad nakłady odtworzeniowe.

CFO-CAPEX (x) spółek branży mięsnej

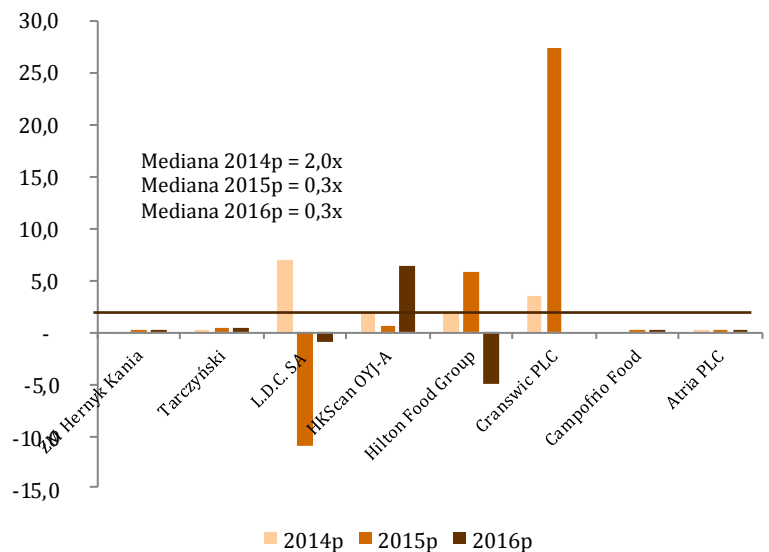
	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	-2,2	2,9	3,2
Tarczyński	0,6		3,4
L.D.C. SA	1,8	1,6	1,6
HKScan OYJ-A	4,2	1,3	1,4
Hilton Food Group	0,9	2,7	3,0
Cranswic PLC	2,1	2,3	2,3
Campofrio Food		1,1	1,2
Atria PLC	1,2	1,3	1,3
mediana	1,2	1,6	2,0



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai Dom Maklerski

CFO / dług netto (x) spółek branży mięsnej

	2014p	2015p	2016p
ZM Henryk Kania	0,1	0,1	0,2
Tarczyński	0,2	0,4	0,4
L.D.C. SA	7,0	- 10,9	- 0,9
HKScan OYJ-A	2,1	0,6	6,5
Hilton Food Group	2,0	5,8	- 5,0
Cranswic PLC	3,5	27,3	
Campofrio Food		0,2	0,3
Atria PLC	0,2	0,2	0,2
mediana	2,0	0,3	0,2



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai Dom Maklerski

Biorąc pod uwagę prognozowany dług netto spółki na koniec 2014r. na poziomie 172,1 mln PLN oraz ujemny strumień gotówki z działalności operacyjnej, wskaźnik CFO/dług netto dla ZM Henryk Kania kształtuje się na poziomie -0,1, który jest istotnie niższy od mediany dla spółek europejskich na poziomie 2,0. W kolejnych latach emitent dzięki znacznie wyższym prognozowanym przepływom pieniężnym wyrównuje do spółek grupy porównawczej.

Wskaźnik Altman-EM Score

Bazując na prognozach finansowych dla spółki oszacowaliśmy wskaźnik Altmana EM-Score. Poziomy wskaźnika w powyżej 5,5 wskazują na niskie prawdopodobieństwo bankructwa przedsiębiorstwa.

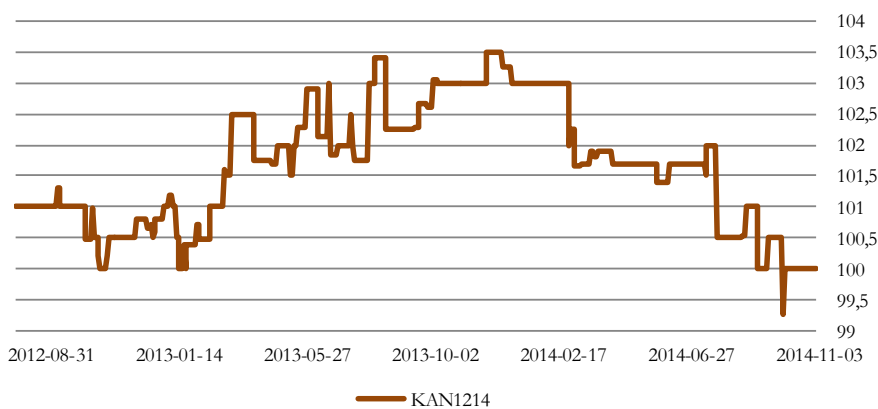
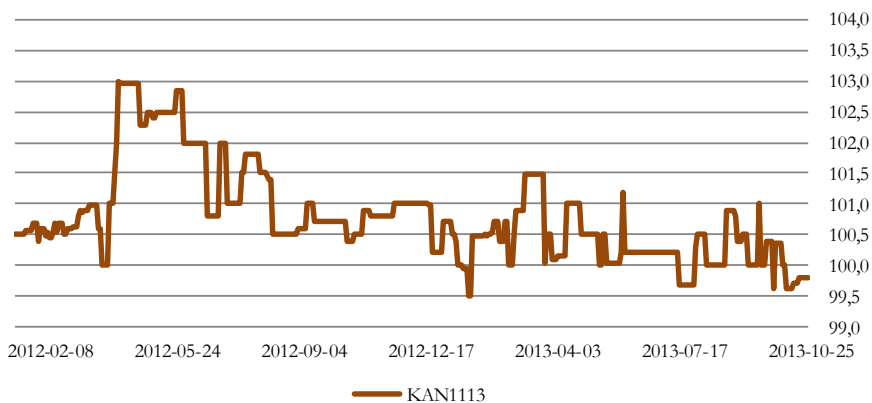
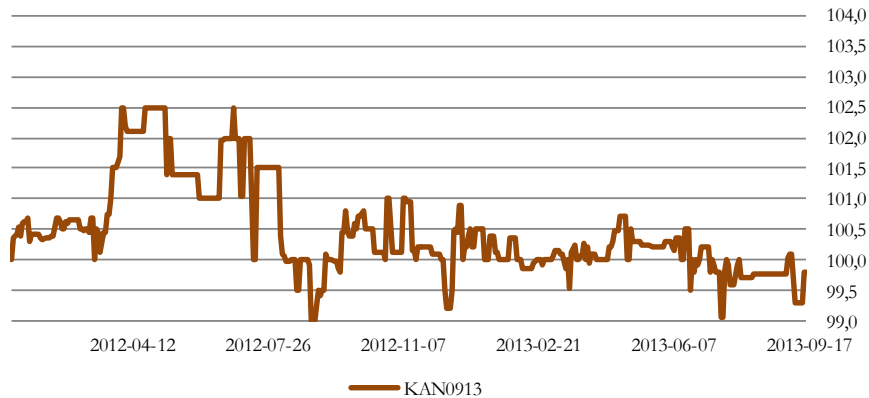
Wskaźnik Altman-EM Score	Mnożnik	2013	2014P	2015P	2016P
Kapitał obrotowy/aktywa	6,56	1,15	1,95	2,15	1,99
Zyski zatrzymane/aktywa	3,26	0,12	0,16	0,18	0,21
Zysk operacyjny/aktywa	6,72	0,37	0,60	0,63	0,68
Kapitał własny/księgowa wartość zadłużenia	1,05	1,63	1,22	1,40	2,18
EM-Score		6,51	7,18	7,62	8,31

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski

Notowania

Na poniższych wykresach przedstawiono historyczne notowania obligacji wyemitowanych przez ZM Henryk Kania. Pozytywny sentyment inwestorów do ZM Henryk Kania jako do emitenta papierów dłużnych, jest wyraźnie widoczny w tym, w jaki sposób kształtowały się ceny obligacji serii A, B i C.

Historyczne notowania obligacji emitowanych przez ZM Henryk Kania



Założenia do prognoz finansowych

Przychody

Oczekujemy, iż ZM Henryk Kania, będąc w fazie dynamicznego rozwoju, w najbliższych latach skokowo zwiększy sprzedaż. Prognozowany przez nas CAGR przychodów na przestrzeni lat 2013-2017P wynosi 19,8%.

Główne czynniki wpływające na wysoką dynamikę sprzedaży to **(i) ekspansja sieci dyskontowych, głównie Biedronka, Lidl i Netto, z którymi Spółka prowadzi ścisłą współpracę; (ii) zwiększanie sprzedaży w kanale nowoczesnym dzięki rozszerzeniu asortymentu; (iii) stopniowe zwiększanie sprzedaży eksportowej, głównie do krajów UE; (iv) zwiększeniu mocy produkcyjnych.**

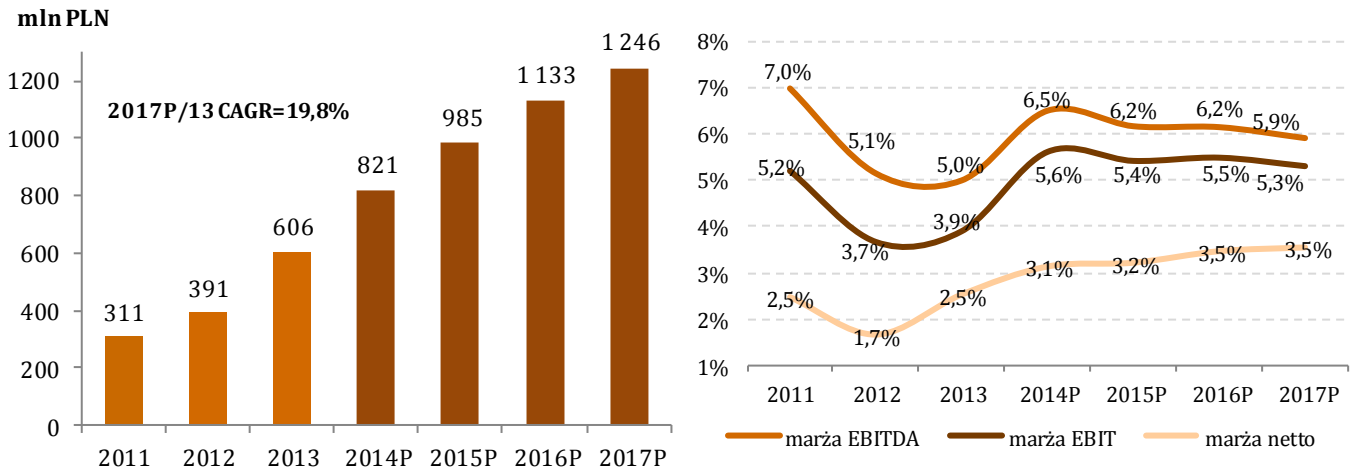
- **Współpraca z Biedronką** – Od początku roku Biedronka, która na koniec trzeciego kwartału liczyła 2.527 placówek, otworzyła 149 sklepów (+6%). Spółka ma z Jeronimo Martins umowę ramową, która jest cyklicznie aneksowana. Biorąc pod uwagę, iż ZM Henryk Kania są aktualnie jednym ze strategicznych partnerów handlowych Biedronki w segmencie przetwórstwa mięsnego zakładamy ciągłość współpracy w okresie prognozy.
- **Współpraca z siecią Lidl** - Sieć Lidl, która jest drugim strategicznym partnerem handlowym ZM Henryk Kania, stawia na stabilny rozwój na rynku polskim. Zgodnie z wypowiedzią prezesa sieci Lidl w Polsce, Radosława Liberskiego, w najbliższych 10 latach Lidl, która aktualnie liczy około 500 dyskontów w Polsce, będzie otwierając ok. 30 nowych sklepów rocznie.
- **Współpraca z siecią Netto** – Aktualnie sieć Netto ma 329 sklepów w Polsce i planuje kolejne otwarcia. Netto zamierza otworzyć w 2015r. ok. 50 nowych sklepów.
- **Eksport** – Spółka planuje stopniowe zwiększanie sprzedaży eksportowej, głównie na rynkach Europy Zachodniej i Południowej. Sprzedaż eksportowa w 2013r. wynosiła ok. 38,5 mln PLN czyli 7,1% całkowitej sprzedaży. Według naszych prognoz sprzedaż eksportowa będzie rosła w tempie ok. 5% rocznie.
- **Rozszerzenie asortymentu** – Aktualnie ZM Henryk Kania oferują produkty pod marką własną i pod markami prywatnymi. Spółka rozszerza asortyment oferowanych produktów o nowe wersje smakowe wyrobów suchych i podsuszanych, głównie w segmencie premium.
- **Zwiększenie mocy produkcyjnych** – Aby zapewnić wolumeny dostaw wymagane przez największego partnera handlowego Biedronkę, Spółka zwiększyła moce produkcyjne poprzez współpracę ze Staropolskimi Specjałami oraz Ekofood (spółką zależną od Staropolskich Specjałów). Umowa podpisana w kwietniu 2013r. zakłada podzlecenie produkcji Staropolskim Specjałom, co zwiększa moce produkcyjne o 85 ton wyrobów gotowych na dobę. Moce produkcyjne na koniec 2014r. mają wynieść ok. 260 ton na dobę.

Rentowność

Prognozujemy, iż wraz z rozszerzeniem skali działalności Spółka korzystając z efektu skali będzie w stanie istotnie poprawić rentowność. Nasze szacunki na 2014r. zakładają marżę EBITDA, EBIT i netto na poziomach odpowiednio: 6,5%; 5,6% i 3,1%. Wysokiej rentowności w 2014r. sprzyjają osiągnięte efekty reorganizacji produkcji oraz atrakcyjne ceny surowca. Ograniczenia eksportu mięsa do Rosji, mające miejsce w 2014r. spowodowały jego nadpodaż na rodzimym rynku i co za tym idzie presję na ceny surowca, który stanowi ponad połowę kosztów operacyjnych emitenta.

W kolejnych latach prognozujemy niewielkie obniżenie marż operacyjnych oraz poprawę marży netto. **Najistotniejszymi czynnikami mającymi wpływ na rentowność spółki będą: (i) koszty surowca; (ii) oszczędności związane z reorganizacją produkcji; (iii) koszty finansowania; (iv) skrócenie cykli należności, zapasów i zobowiązań.**

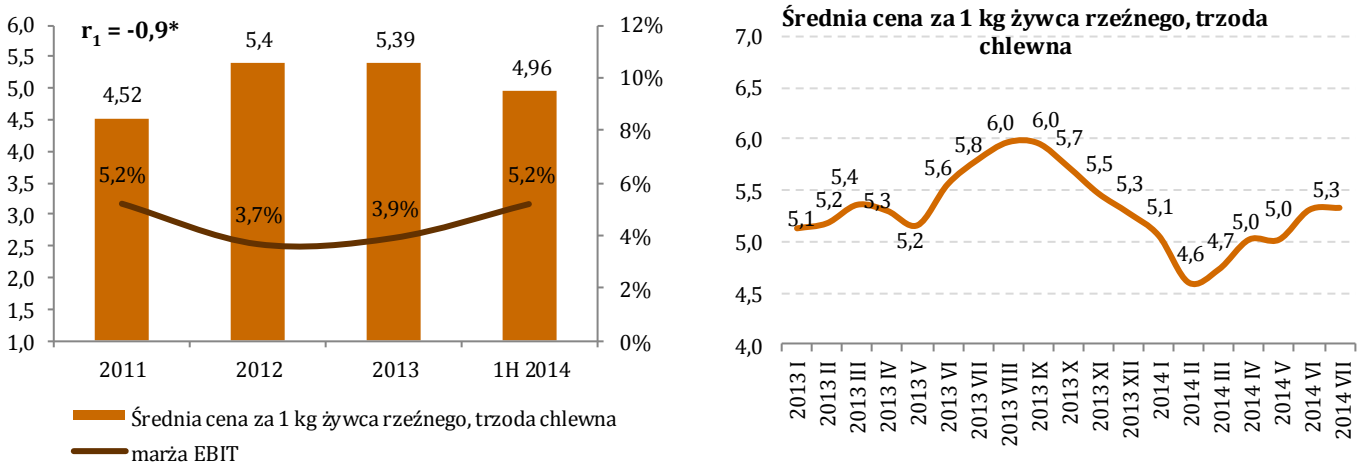
ZM Henryk Kania – przychody i rentowność 2011-2017P



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

- **Koszty surowca** – Cena wieprzowiny ma bardzo silne przełożenie na osiągnięte rentowności ponieważ koszt surowca stanowi ponad połowę kosztów operacyjnych. Korelacja pomiędzy marżą operacyjną a ceną wieprzowiny za okres 2011- 1H2014 wynosi -0,9. Rok 2014 był sprzyjający dla emitenta jeżeli chodzi o możliwość zakupu taniego surowca, ze względu na ograniczenia sprzedaży polskiego mięsa na rynkach wschodnich. W średnim terminie założyliśmy konserwatywny scenariusz na rynku mięsa, który przekłada się na niewielki spadek marż.

ZM Henryk Kania – ceny surowca (PLN) vs. rentowność



*korelacja pomiędzy marżą EBIT i ceną surowca

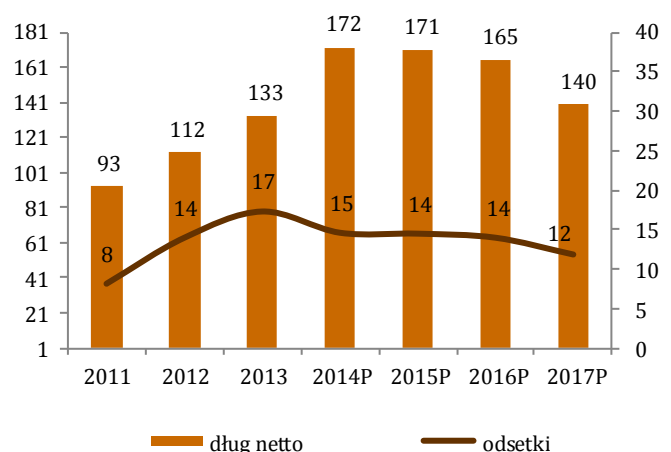
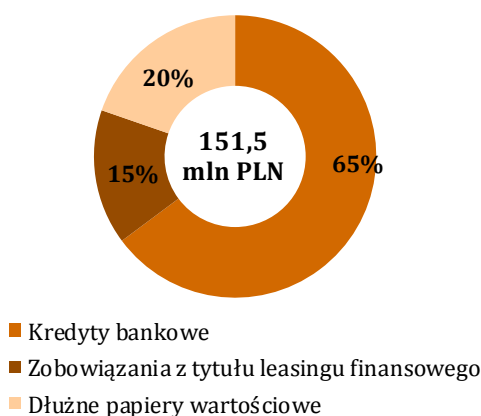
Źródło: Szacunki Nwai Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A., GUS

- **Reorganizacja produkcji i logistyki** – W ostatnich latach Spółka podjęła działania służące optymalizacji produkcji. Dokonano specjalizacji funkcjonalnej pomiędzy poszczególnymi zakładami. W Pszczynie odbywa się produkcja kiełbas, kabanosów i wędlin – docelowo zakład ma się specjalizować w produkcji kiełbas. Ubój i konfekcjonowanie mięsa odbywa się w Mokrsku. Zakład w Goczałkowicach (Staropolskie Specjały i Ekofood) obejmuje rozbiór, konfekcję i przetwórstwo mięsa a także produkcję wyrobów suchych i podsuszanych. Ponadto Spółka rozszerzając wachlarz oferowanych produktów o wyroby wysokomarżowe głównie produkty suche i podsuszane, przestawiła linie produkcyjne do tego celu, osiągając lepsze rentowności przy wykorzystaniu tych samych maszyn i urządzeń. Reorganizacja produkcji umożliwiła również optymalizację logistyki – dzięki temu, iż procesy produkcyjne są pogrupowane geograficznie, spółka notuje niższe koszty transportu.
- **Skrócenie cyklu konwersji gotówki w 2014r.** – Oczekujemy, iż w 2014r. spółka istotnie skróci cykl konwersji gotówki. Zakładamy, iż optymalizacja produkcji umożliwi Spółce skrócenie cyklu zapasów, natomiast wprowadzenie faktoringu na większą skalę, głównie dla należności od Jeronimo Martins, powinno skrócić cykl należności. Jednocześnie spodziewamy się, że dzięki szybszej rotacji środków pieniężnych spółka będzie w stanie szybciej regulować swoje zobowiązania, co powinno przełożyć się na skrócenie cyklu zobowiązań. Spodziewamy się, iż w rezultacie, spółka istotnie skróci cykl konwersji gotówki. W kolejnych latach nasze założenia co do cyklu konwersji gotówki są bardziej konserwatywne i uwzględniają wydłużenie cyklu zapasów i należności.

Zadłużenie

Na koniec pierwszego półrocza 2014r. emitent posiadał zadłużenie finansowe na poziomie 151,5 mln PLN. Uwzględniając środki pieniężne w wartości 0,3 mln PLN, dług netto spółki wyniósł 151,2 mln PLN.

ZM Henryk Kania – struktura zadłużenia 1 poł.2014r., prognozy długu netto i odsetek (mln PLN)



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

Okolo 20% zadłużenia spółki stanowią dłużne papiery wartościowe. W 2012 roku wyemitowano niezabezpieczone obligacje serii C o wartości 17,8 mln PLN, które zapadają w grudniu 2014r. Ponadto spółka posiada obligacje imienne o wartości 12 mln PLN z terminem

wykupu przypadającym na grudzień 2020 r., oprocentowane wg. stałej stopy wynoszącej 0,375% miesięcznie. Biorąc pod uwagę potrzeby kapitałowe emitenta szczególnie pod koniec roku, jest generowana największa sprzedaż, istnieje duże prawdopodobieństwo refinansowania obligacji serii C w całości lub w części.

Seria	Waluta	Wartość emisji (mln)	Kupon	Data wykupu	Zabezpieczenie
KAN1214	PLN	17,8	WIBOR 3M + 6,10%	04.12.2014r.	brak
nie notowane	PLN	12,0	4,5%	30.12.2020r.	brak

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

Inwestycje

Nakłady inwestycyjne prognozowane w okresie 2014-17P oscylują na przedziale 7,5-9,0 mln PLN rocznie. Zakładamy, iż Spółka będzie przeznaczać środki na zwiększanie mocy produkcyjnych w zależności od potrzeb oraz na nakłady odtworzeniowe. W planach znajduje się zakup linii do plastrowania, budowa suszarni i komór wędzarniczych.

Dywidenda

Ze względu na brak oficjalnych wypowiedzi Zarządu w zakresie rekomendowania dywidendy, w okresie prognozy zakładamy brak jej wypłaty.

Akcje PTI S.A.

Spółka posiada 1 mln akcji PTI S.A., stanowiących 6,9% kapitału zakładowego oraz 6,9% udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA PTI S.A. Akcje te są wykazywane w bilansie w aktywach długoterminowych i corocznie są poddawane wycenie. Aktualnie spółka nie planuje sprzedaży posiadanego pakietu. Jednocześnie PTI S.A. na koniec pierwszego półrocza 2014r. posiadała 2,9 mln akcji ZM Henryk Kania S.A. stanowiących 2,3% kapitału zakładowego oraz 2,3% udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA spółki.

Prognozy danych finansowych

Bilans (mln zł)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Aktywa trwałe	141,1	168,4	177,5	179,2	181,4	183,9	186,0
Rzeczowe aktywa trwałe	99,7	102,0	107,2	107,3	108,3	109,7	110,9
WNIP	40,5	40,1	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Wartość firmy		8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Udziały i akcje		16,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,9	2,1	4,4	6,0	7,2	8,3	9,1
Aktywa obrotowe	156,8	193,6	249,0	338,1	385,8	427,8	463,2
Zapasy	64,1	74,4	63,4	101,7	125,5	144,3	161,7
Należności handlowe i pozostałe	81,6	103,6	86,0	132,1	154,6	175,6	191,9
Należności budżetowe	6,2	4,7	9,3	12,6	13,6	15,6	17,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	0,1	0,0	0,2	1,6	1,9	2,0	2,1
Inne	4,5	10,6	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7
Aktywa razem	297,9	362,0	426,5	517,2	567,2	611,6	649,1
Kapitał	106,1	136,2	153,1	178,7	210,2	249,2	293,2
Długoterminowe zobowiązania i rezerwy	92,8	62,7	98,9	154,1	157,1	119,8	133,9
Długoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	36,9	6,3	57,5	57,5	57,5	57,5	69,5
Pozostałe zobowiązania finansowe	44,5	42,7	29,4	81,4	81,4	41,4	41,4
Rezerwy	7,2	9,6	8,2	10,1	12,1	13,9	15,3
Rozliczenia międzyokresowe	4,2	4,1	3,7	5,1	6,1	7,0	7,7
Krótkoterminowe zobowiązania i rezerwy	99,0	163,2	174,4	184,5	199,9	242,6	222,0
Krótkoterminowe pożyczki kredyty bankowe	8,6	40,0	23,7	29,5	28,5	22,5	25,5
Dłużne papiery wartościowe	0,1	20,2	17,8	0,0	0,0	40,0	0,0
Pozostałe zobowiązania finansowe	2,9	3,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Zobowiązania handlowe	63,9	76,0	106,0	128,0	142,7	150,5	165,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Pozostałe	23,3	23,4	21,5	21,6	23,3	24,1	25,2
Pasywa razem	297,9	362,0	426,5	517,2	567,2	611,6	649,1

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

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody	310,5	391,4	605,7	820,7	984,9	1 132,6	1 245,9
<i>zmiana r/r (%)</i>		26,0%	54,8%	35,5%	20,0%	15,0%	10,0%
Amortyzacja	5,5	5,8	6,7	7,4	7,5	7,6	7,7
Zużycie materiałów i energii	207,1	300,7	440,9	574,5	689,4	792,8	872,1
Usługi obce	26,8	30,1	33,4	45,3	54,3	62,5	68,7
Wynagrodzenia	19,1	26,9	36,1	48,9	58,7	67,5	74,2
Pozostałe koszty rodzajowe	7,3	4,9	8,3	13,6	16,3	18,7	20,6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	26,8	8,4	55,7	86,2	106,4	122,3	137,0
Koszty operacyjne	292,6	376,8	581,0	775,8	932,5	1 071,3	1 180,3
Zysk netto na sprzedaży	17,9	14,6	24,7	44,9	52,4	61,2	65,6
<i>marża netto na sprzedaży</i>	<i>5,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,3%</i>
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-1,8	-0,3	-1,1	1,2	1,0	0,9	0,5
EBIT	16,2	14,3	23,6	46,1	53,3	62,1	66,0
<i>marża EBIT</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,3%</i>
EBITDA	21,7	20,2	30,3	53,5	60,8	69,7	73,7
<i>marża EBITDA</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,9%</i>
saldo finansowe	-6,1	-6,4	-7,3	-14,6	-14,4	-13,9	-11,8
zysk przed opodatkowaniem	10,1	7,9	16,3	31,6	38,9	48,2	54,3
podatek dochodowy	2,4	1,4	1,0	6,0	7,4	9,2	10,3
zysk netto	7,7	6,5	15,3	25,6	31,5	39,0	43,9
<i>marża netto</i>	<i>2,5%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,5%</i>

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

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Zysk brutto	10,1	7,9	16,3	31,6	38,9	48,2	54,3
Amortyzacja	5,5	5,8	6,7	7,4	7,5	7,6	7,7
Zmiana w kapitale obrotowym	-33,4	-13,5	-39,1	-62,3	-31,6	-31,9	-18,4
Gotówka z działalności operacyjnej	-13,3	10,8	-6,6	-16,6	24,3	29,0	45,8
inwestycje (capex i akwizycje)	-5,9	-3,5	-2,5	-7,5	-8,5	-9,0	-8,9
Gotówka z działalności inwestycyjnej	-5,9	-8,4	4,6	-7,5	-8,5	-9,0	-8,9
Wypłata dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia	24,3	9,4	9,2	40,0	-1,0	-6,0	-25,0
Odsetki zapłacone	-5,5	-11,5	-7,0	-14,6	-14,5	-14,0	-11,8
Gotówka z działalności finansowej	18,2	-2,5	2,2	25,4	-15,5	-20,0	-36,8
Zmiana gotówki netto	-1,0	0,0	0,2	1,3	0,3	0,1	0,1
Środki pieniężne na początku okresu	1,1	0,1	0,0	0,2	1,6	1,9	2,0
Środki pieniężne na końcu okresu	0,1	0,0	0,2	1,6	1,9	2,0	2,1

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

Wskaźniki (%)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
zmiana sprzedaży		26,0	54,8	35,5	20,0	15,0	10,0
marża EBITDA	7,0	5,1	5,0	6,5	6,2	6,2	5,9
marża EBIT	5,2	3,7	3,9	5,6	5,4	5,5	5,3
marża netto	2,5	1,7	2,5	3,1	3,2	3,4	3,5
sprzedaż/aktywa	1,0	1,1	1,4	1,6	1,7	1,9	1,9
dług / kapitał własny (x)	0,9	0,8	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5
dług netto / EBITDA (x)	4,3	5,6	4,4	3,2	2,8	2,4	1,9
EBIT / koszty finansowe (x)	2,6	2,2	3,2	3,2	3,7	4,5	5,6
stopa podatkowa	23,7	18,0	6,2	19,0	19,0	19,0	19,0
ROE	b.d.	5,4	10,6	15,4	16,2	17,0	16,2
ROA	b.d.	2,0	3,9	5,4	5,8	6,6	7,0
(dług) gotówka netto (mln PLN)	92,9	112,4	133,4	172,1	170,8	164,7	139,5

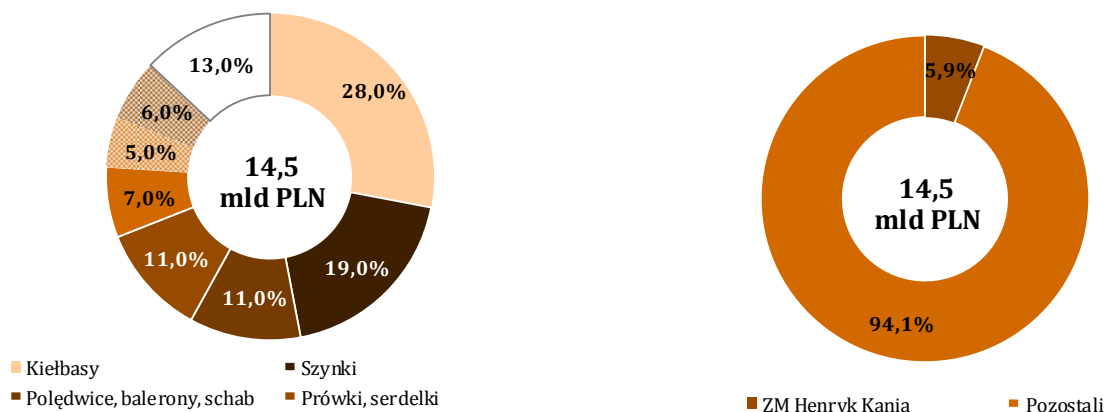
Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A.

Otoczenie rynkowe

Mięsa i wędliny

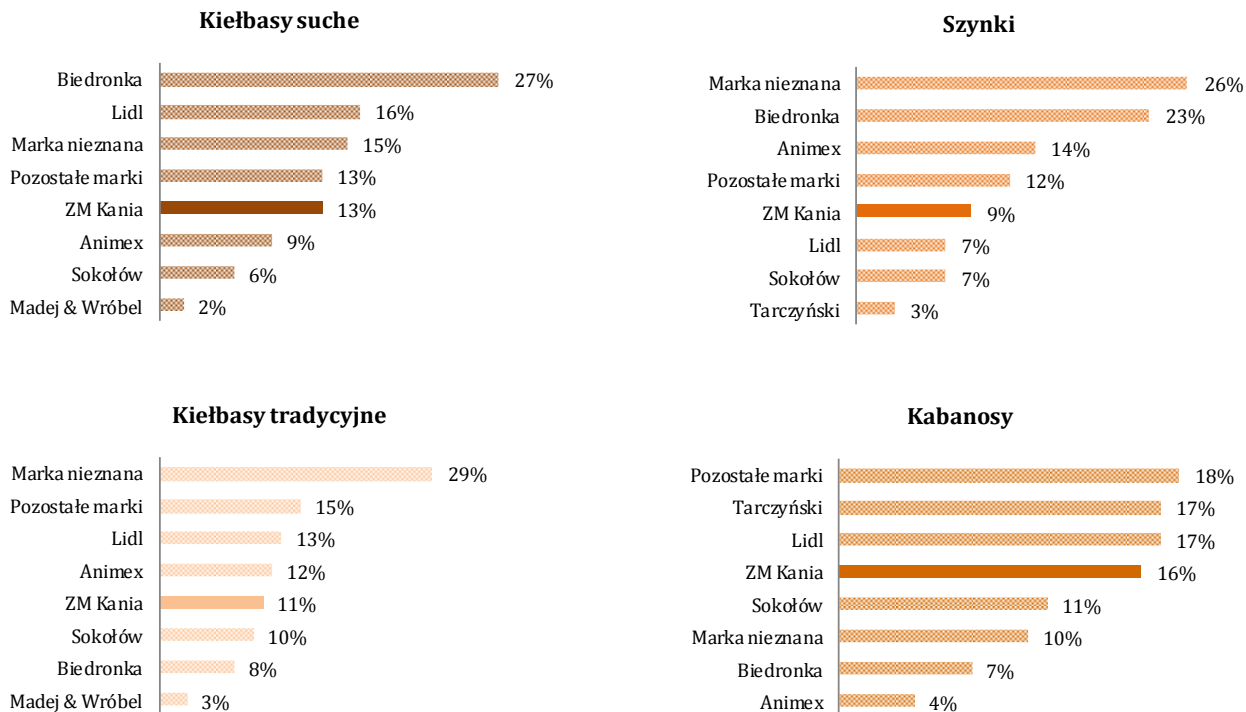
Według szacunków GFK rynek wędlin ma wartość około 14,5 mld PLN, z czego udział ZM Henryk Kania z obrotami szacowanymi na 2014r. na 821 mln PLN stanowi około 5,5-6,0%.

Struktura rynek wędlin w 2013r.



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GFK

Udziały przetwórców mięsnych w poszczególnych segmentach



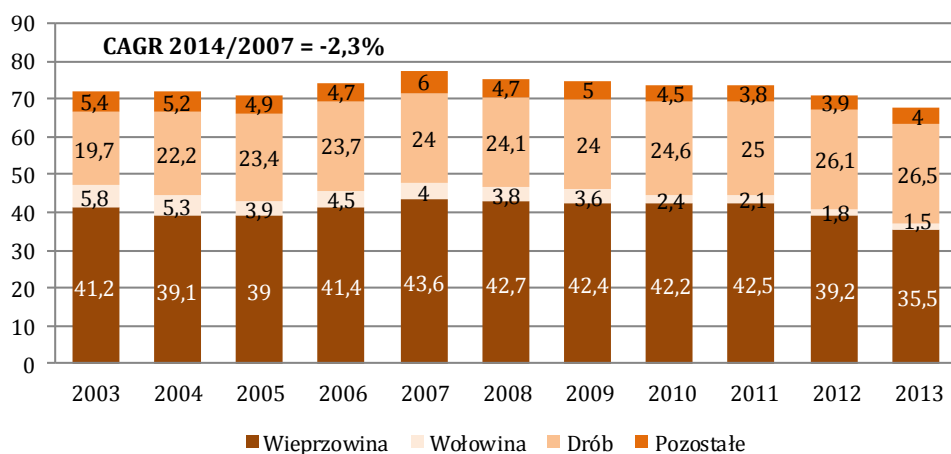
Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GFK

Konsumpcja mięsa w Polsce i UE

Polska

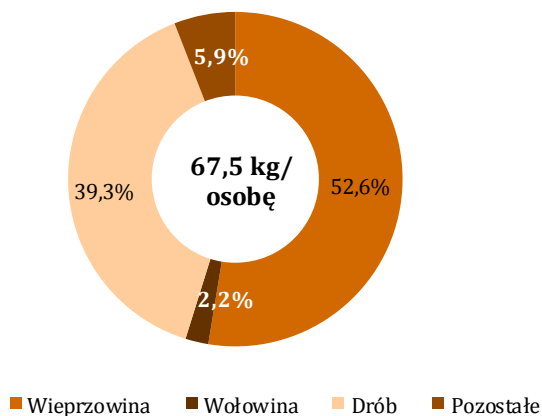
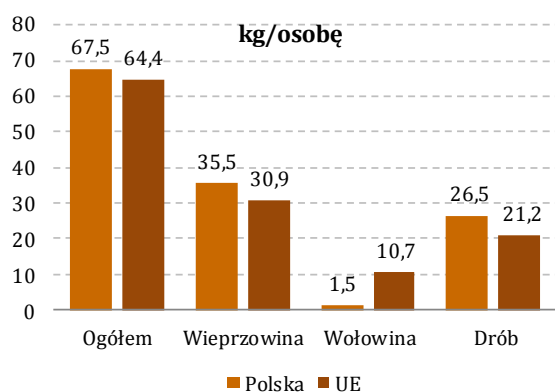
Z danych publikowanych przez GUS wynika, że w horyzoncie ostatnich ośmiu lat spożycie mięsa w Polsce systematycznie spadało (2013/2007 CAGR = -2,3%). W 2013 roku wyniosło ono 67,5 kg per capita, wobec 71 kg w 2012, 73,4 kg w 2011 i 73,7 w 2010. Obserwowany zatem jest wyraźny trend spadkowy w tym segmencie, który ma szansę zostać przerwany na skutek ogólnego spadku cen mięs związanych w ich wysoką podażą (wpływ rosyjskiego embarga, zakaz eksportu wywołany odnotowaniem przypadków zarażenia wirusem ASF).

Spożycie mięsa w Polsce (kg na osobę)



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GUS

Spożycie mięsa w Polsce vs. UE w roku 2013 (wykres po lewej), struktura spożycia mięsa w Polsce w 2013r (wykres po prawej)



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GUS, OECD-FAO Agricultural Outlook 2014-2023

Dekomponując spożycie mięsa ze względu na rodzaj można zauważyć, że konsumpcja mięsa wieprzowego systematycznie spadała na przestrzeni ostatnich lat: w 2013 roku wyniosła ona 38,5 kg na osobę, w 2012 - 39,2 kg, w 2011 - 42,5 kg, a w 2010 - 42,2 kg. Jego konsumpcja w zdecydowanej części zastępowana była spożyciem relatywnie tańszego w

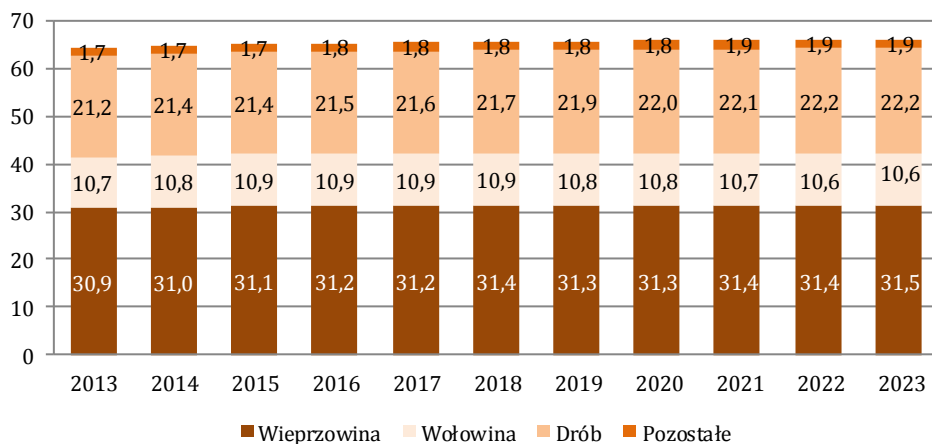
ostatnich latach mięsa drobiowego, którego wartości bezwzględne spożycia, jak i udział w ogólnej strukturze konsumpcji mięs, systematycznie rośnie. W latach 2010-2013 wielkości spożycia mięsa drobiowego per capita wynosiły odpowiednio: 24,6 kg, 25,0 kg, 26,1 kg, 26,5 kg. Najmniejszy udział w strukturze spożycia mięs w Polsce posiada stosunkowo drogie mięso wołowe, którego konsumpcja sukcesywnie się zmniejszała osiągając w 2013 roku 1,5 kg na głowę w porównaniu do 7,1 kg w 2000 roku. Potwierdza to stwierdzenie, że na strukturę spożycia przeciętnego Polaka nadal duży wpływ wywiera cena produktu.

Na Polskim rynku coraz lepiej radzi sobie segment przetworów mięsnych. Największym powodzeniem cieszą się kiełbasy i szynki, również kabanosy zaliczyć można do kategorii rosnącego rynku. Obserwowalny jest także wzrost znaczenia wędlin paczkowanych, które stanowią już ok. jednej trzeciej ogółu wędlin kupowanych przez gospodarstwa domowe.

UE

Prognozy OECD zakładają, iż w horyzoncie lat 2014-2023 spożycie mięsa ogółem w 28 obecnych krajach UE będzie się systematycznie zwiększać, ze średnioroczną stopą wzrostu na poziomie +0,27%. We wszystkich segmentach mięsnych z wyjątkiem wołowiny, której konsumpcja będzie się zmniejszać (2013/2013 CAGR = -0,1%), spożycie mięsa na osobę będzie rosnąć w przeciągu następnych 10 lat. W analizowanym okresie największą dynamikę wzrostu odnotuje drób, ze średnioroczną stopą wzrostu na poziomie +0,48%, wyższą o ponad 2 razy od wciąż najpopularniejszej wieprzowiny (2023/2013 CAGR = +0,2%).

Prognoza spożycia mięsa w UE (kg/osobę)



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, OECD-FAO Agricultural Outlook 2014-2023

Zboża – wysokie plony w sezonie 2014/2015, spadek cen

Prognozy dla rynku zbóż zakładają spadek cen w sezonie 2014/2015 ze względu na udane plony, co przekłada się na wysoką podaż powodującą presję na ceny. Według Zespołu Ekspertów Agencji Rynku Rolnego ceny skupu zbóż w kraju do końca marca 2015 r. mogą utrzymywać się poniżej cen ubiegłorocznych.

- **Polska** - Sezon 2014/2015 stał pod znakiem udanych plonów zbóż, co przełożyło się na spadek cen. Dodatkowym czynnikiem powodującym presję na ceny zbóż było zaostrzenie się konkurencji ze strony producentów rosyjskich i ukraińskich, z którymi Polska konkurowała na rynkach Afryki Północnej i Bliskiego Wschodu. We wrześniu 2014 za tonę pszenicy płacono 666 zł (-6% r/r), a jęczmienia paszowego 560 zł (-18% r/r). Ze względu na mniejsze zasiewy i tym samym mniejsze zbiory, cena żyta wzrosła o 6% r/r do poziomu 501 zł za tonę.

(i) Zapasy

Zapasy zbóż w Polsce na początku sezonu 2014/2015 zostały oszacowane przez USDA (United States Department of Agriculture) na 1,5 mln ton. Zapasy zbóż na koniec sezonu 2014/2015 mogą wynieść na koniec sezonu 2014/2015 2,5 mln ton ze względu na rekordowe zbiory i zmniejszenie eksportu.

(ii) Zbiory

Prognozowane przez GUS zbiory zbóż w Polsce w 2014r. kształtują się na poziomie 31,8 mln ton (+11,8% r/r). Jest to wynik wyższy o 3,6 mln ton niż średnia z lat 2009–2013 (+ 12,9%). Zbiory pszenicy oszacowano na 11,5 mln ton (+ 21,0% r/r), pszenżyta – 5,2 mln ton (+ 21,6% r/r), jęczmienia – 3,3 mln ton (+11,5% r/r) i żyta – 2,8 mln ton (- o 17,4% r/r). Jednym z czynników ograniczających eksport zbóż Polski może być fakt, iż ziarno zebrane w 2014 r. pomimo iż było suche i dobrej jakości, nie było tak dobre jak w poprzednim roku.

(iii) Zużycie

Ze względu na nadal rosnącą produkcję trzody chlewnej i drobiu; wzrost przerobu zbóż na cele przemysłowe zwiększy się popyt wewnętrzny na zboża. Łączne krajowe zapotrzebowanie na zboże w sezonie 2014/2015 jest szacowane na 28 mln ton vs. 26,6 mln ton w poprzednim sezonie.

(iv) Eksport

Oczekuje się, że eksport zbóż w sezonie 2014/2015 może ulec obniżeniu w porównaniu z rekordowym rokiem poprzednim, kiedy Polskie zboże charakteryzował się wysoką jakością i miało konkurencyjne ceny. W lipcu i sierpniu 2014 z Polski wyeksportowano 697 tys. ton ziarna (-3% r/r). W towarowej strukturze eksportu zbóż największy udział miała pszenica (52%), żyto (17%) oraz jęczmień (11%). Największym odbiorcą ziarna pszenicy z Polski była Arabia Saudyjska, a pozostałych zbóż – Niemcy.

(v) Import

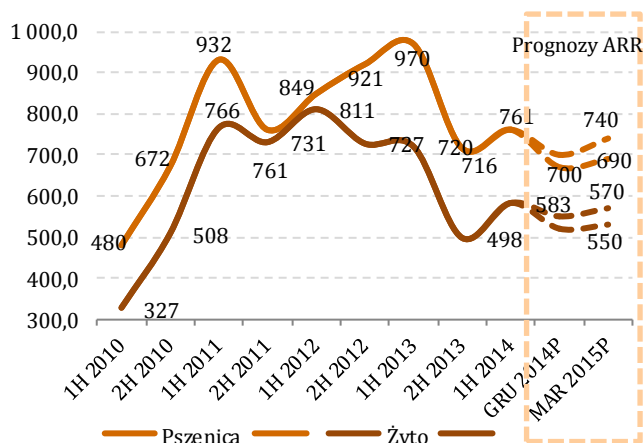
W okresie lipiec–sierpień 2014 r. import zboża do Polski w wyniósł 222 tys. ton (vs. 171 tys. ton w lipcu-sierpniu 2013r.) Największy udział według wolumenu miała pszenica (60%) i jęczmień (21%). Pszenicę importowano głównie ze Słowacji, z Czech i z Węgier, a jęczmień z Danii.

- **UE** - Zapasy zbóż w UE na początku sezonu 2014/2015 oszacowano na 26 mln ton (+10% r/r) natomiast światowe na 397 mln ton (15% r/r). Zbiory zbóż w UE są szacowane na 309 mln ton (+2,5% r/r) w tym zbiory pszenicy na 151 mln ton (+5%

r/r), jęczmienia 57 mln ton (- 4,5% r/r) żyta na 9,1 mln ton (-11% r/r). Unijne zapasy na koniec sezonu 2014/2015 mogą wzrosnąć około 19%, do 31 mln ton.

- **Świat** - USDA prognozuje, że światowe zbiory w sezonie 2014/2015 będą zbliżone do rekordowych zbiorów 2013/2014 na poziomie 1,989 mln ton (globalne zużycie kształtuje się na poziomie 1,965 mln ton).

Prognozy cen zbóż (PLN / tona)



PLN / tona	grudzień 2014r.	marzec 2015 r.
Pszenica ogółem*	640-670	660-710
Pszenica konsumpcyjna**	670-700	690-740
Żyto*	520-550	530-570

* Dotyczy średniej ważonej ceny danego rodzaju zboża zarówno konsumpcyjnego, jak i paszowego.

** Dotyczy średniej miesięcznej ceny pszenicy przeznaczonej na cele konsumpcyjne, notowanej w ramach Zintegrowanego Systemu Rolniczej Informacji Rynkowej MRiRW.

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GUS, Biuro Analiz Rynkowych Agencji Rynku Rolnego, Prognoza Cen Rynkowych Podstawowych Produktów Rolno-Żywnościowych (raport z dn. 17.10.2014r.)

Wieprzowina - nadpodaż surowca spowodowana embargiem rosyjskim

Ze względu na korzystne ceny zbóż i embargo na import mięsa z krajów UE do Rosji (nałożonego 29 stycznia 2014 r.), nadpodaż wieprzowiny spowodowała presję na ceny. Prognozy zakładają, że w 2014r. żywiec wieprzowy może być tańszy niż w analogicznych okresach poprzedniego roku.

- **Polska** - Polska podobnie jak pozostałe kraje UE odczuła skutki rosyjskiego embarga na mięso, które przełożyło się na nadpodaż wieprzowiny na krajowym rynku. Pod koniec września 2014r. średnia cena zakupu żywca wieprzowego płacona przez zakłady mięsne objęte monitoringiem Zintegrowanego Systemu Rolniczej Informacji Rynkowej MRiRW wynosiła 4,65 zł/kg (-9% m/m; - 20% r/r).

(i) Pogłowie

Dane GUS wskazują na wzrost liczby pogłowia trzody chlewnej, której liczba na koniec czerwca 2014r. sięgnęła 11,7 mln (+5% r/r). Głównym czynnikiem mającym na to wpływ był przywóz żywca, który w okresie styczeń-sierpień 2014r. wyniósł poziom 3,6 mln sztuk (+8% r/r). Obserwowane trendy w pogłowie trzody chlewnej w Polsce wskazują na dalszy jego wzrost.

(ii) Produkcja

Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ-PIB) prognozuje w 2014r. krajową produkcję żywca wieprzowego na 2,173 tys.

ton (1,695 tys. ton w.b.c.) (+6 5,5% r/r). w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy roku w Polsce skupiono 1,266 tys. ton trzody chlewnej (+16% r/r) Prognozy na kolejne miesiące wskazują na dalszy wzrost produkcji.

(iii) Eksport

W okresie styczeń-sierpień 2014r. eksport wieprzowiny z Polski wyniósł 396 tys. ton żywca, mięsa, tłuszczów i przetworów wieprzowych (-13%r/r). Prognoza eksport wieprzowiny z Polski na 2014r. wynosi 640 tys. ton vs. 709 tys. ton w 2013 r.).

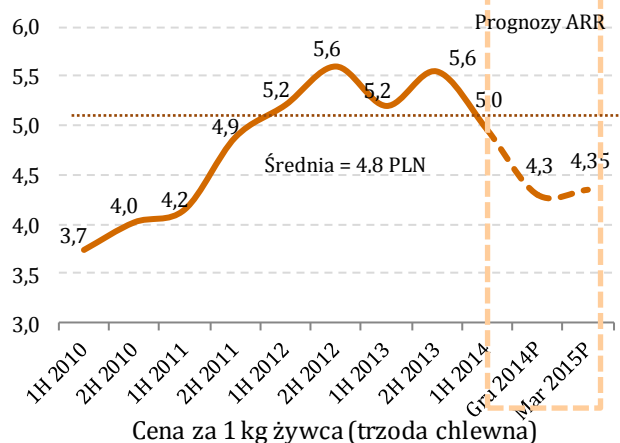
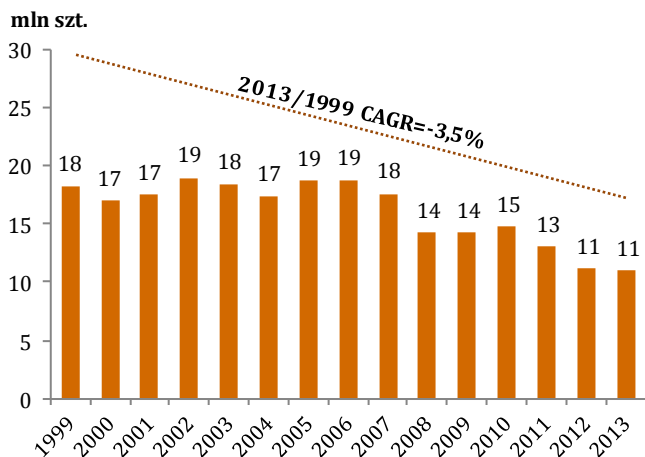
(iv) Import

W okresie styczeń-sierpień 2014r. import produktów wieprzowych wyniósł 535 tys. ton (+1% r/r). Ujemne saldo polskiego handlu zagranicznego wieprzowiną w 2014r. wyniosło 139 tys. ton vs. 78 tys. w 2013r. Prognoza import wieprzowiny z Polski na 2014r. wynosi 780-800 tys. ton vs. 819 tys. ton w 2013r. W 2015r. przewiduje się wzrost eksportu i ograniczenie importu wieprzowiny.

(v) Spożycie

W ostatnich 3 latach spożycie wieprzowiny na mieszkańca zmieniło się wraz ze zmianami cen wieprzowiny oraz cen drobiu. W 2012r. spożycie wieprzowiny wyniosło 39,2 kg/na mieszkańca, w 2013r. spadło do 35,5 kg na mieszkańca. Według prognozy IERiGŻ-PIB, w 2014r. wzrost podaży wieprzowiny na krajowym rynku, powinien przyczynić się do wzrostu jej spożycia do poziomu 38,5 kg na mieszkańca.

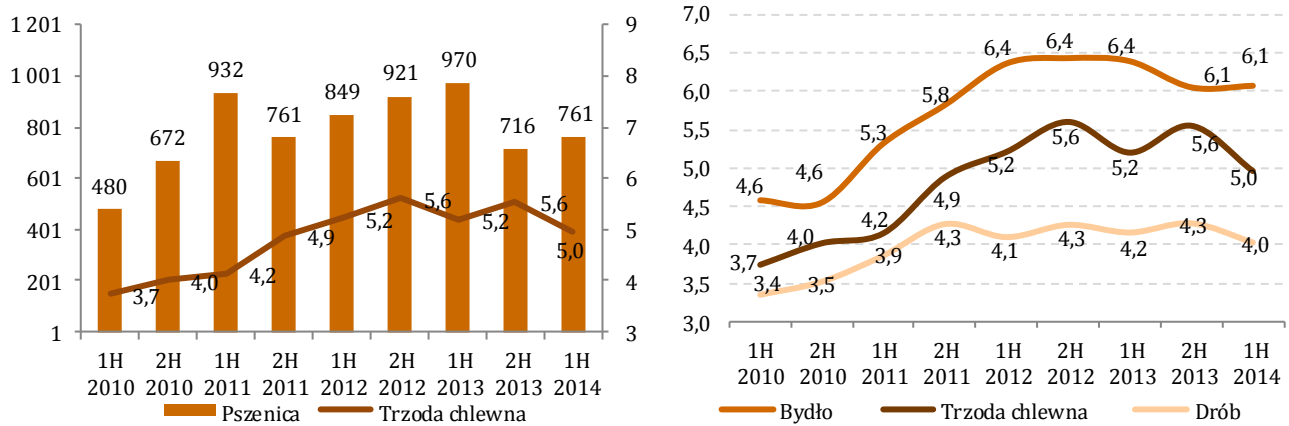
Pogłowie trzody chlewnej w Polsce (wykres po lewej); Ceny skupu żywca rzeźnego w PLN / kg wagi żywej(wykres po prawej)



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GUS, Biuro Analiz Rynkowych Agencji Rynku Rolnego, Prognoza Cen Rynkowych Podstawowych Produktów Rolno-Żywnościowych (raport z dn. 17.10.2014r.)

Ceny skupu trzody chlewnej za 1 kg żywca w PLN (oś prawa) vs. ceny skupu pszenicy za tonę w PLN (oś lewa)- wykres po lewej.

Ceny skupu żywca za 1 kg w PLN – wykres po prawej



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, GUS, Biuro Analiz Rynkowych Agencji Rynku Rolnego, Prognoza Cen Rynkowych Podstawowych Produktów Rolno-Żywnościowych (raport z dn. 17.10.2014r.)

- **UE** – Według prognoz KE produkcja wieprzowiny w UE w 2014r. może nieznacznie spaść w porównaniu do roku 2013. Natomiast na rok 2015 przewiduje się niewielki wzrost. O okresie styczeń-lipiec 2014r. eksport wieprzowiny z UE wyniósł 1,594 tys. (-9% r/r). Odbiorcą unijnej wieprzowiny jest głównie Azja. W tym samym okresie import wieprzowiny do UE wyniósł 21 tys. ton (+2% r/r).
- **Świat** - United States Department of Agriculture (USDA) prognozuje w 2014r. spadek obrotów wieprzowiną na globalnym rynku, spowodowany przede wszystkim spadkiem przywozu przez Rosję. Według USDA Rosja, która w poprzednim roku była drugim po Japonii światowym importerem wieprzowiny i największym importerem z UE, w 2014 r. zwiększy własną produkcję tego mięsa. Jednocześnie oczekuje się że wzrośnie popyt na wieprzowinę w Azji Południowo-Wschodniej, ale nie będzie on w stanie zrekompenzować efektu wywołanego spadkami eksportu do Rosji.

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

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

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

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

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.

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. pełnił funkcję oferującego dla obligacji spółki ZM Henryk Kania S.A. i otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie od Spółki. W związku z wyżej wymienionym faktem, istnieje ryzyko wystąpienia potencjalnego konfliktu interesów polegającego na rozbieżnych oczekiwaniach NWAI Dom Maklerski S.A. i Inwestorów. Interesem Oferującego jest uzyskanie odpowiedniego wynagrodzenia za świadczone usługi (część wynagrodzenia będzie płatna po zamknięciu subskrypcji). Zatem NWAI jako podmiot oferujący jest zainteresowany powodzeniem oferty, rozumianym także jako objęcie przez Inwestorów maksymalnej liczby oferowanych instrumentów finansowych.

Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania.

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. 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. Rekomendacja mogła zostać udostępniona spółce jedynie w celu weryfikacji dotyczących jej faktów. NWAI Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAI Dom Maklerski może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. 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.

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 inwestowaniu w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.