

North Coast

oferta publiczna

Spółka dla smakoszy

North Coast jest importem i dystrybutorem wysokiej jakości produktów spożywczych. Odbiorcami towarów Spółki są supermarkety, sklepy detaliczne, hotele i restauracje, głównie na Mazowszu i w Polsce Południowej (w zasięgu obecnych magazynów spółki). Oferta spółki jest również dostępna w sieciach hipermarketów na terenie całej Polski. Spółka zamierza rozwijać swoją sieć dystrybucji pod względem geograficznym (nowe magazyny) jak również uruchomić kanał sprzedaży detalicznej (delikatesy specjalistyczne).

Wycena DCF	4.2
Wycena porównawcza	3.9

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	67.7	8.6	8.9	9.2	7.3	0.29	0.3	0.4	13.6	9.6	7.1	6.8	97.7
2005p	73.2	10.1	10.4	10.2	8.2	0.26	0.3	0.4	13.6	8.1	8.5	8.2	71.9
2006p	83.0	12.2	13.1	12.2	9.9	0.31	0.3	1.4	11.3	2.4	7.0	6.5	33.0
2007p	103.1	13.6	15.7	13.8	11.2	0.35	0.4	1.7	10.0	2.1	6.3	5.4	22.3
2008p	133.2	16.5	19.7	16.5	13.4	0.42	0.5	2.0	8.4	1.8	5.2	4.3	22.8

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN, wskaźniki przy cenie 3.5 PLN

Produkty dla smakoszy

Działalność North Coast polega na imporcie oraz dystrybucji wysokogatunkowych produktów spożywczych takich jak makarony i sosy do makaronów, oliwa z oliwek, wina, kawa, napoje energetyzujące, sery, ryż, produkty z pomidorów, paluszki i inne słone przekąski oraz słodczyce.

Włóscy dostawcy

Źródłem zaopatrzenia North Coast są wiodący producenci markowych wyrobów spożywczych z Włoch, wśród których znajdują się marki dobrze znane na całym świecie. Oprócz uznanych włoskich producentów, wśród dostawców Spółki są również duże firmy z Francji (St. Dalfour dostarczający konfitury owocowe oraz Isostar, dostarczający napoje izotoniczne). Współpraca z dostawcami oparta jest o zasady wyłączności.

Plany rozwoju

Obecnie posiadane magazyny i baza logistyczna są wykorzystywane prawie w 100%, a produkty są dostępne jedynie w części kraju. North Coast planuje ekspansję terytorialną i w tym celu zamierza wybudować 5 magazynów dostosowanych do specyficznych wymogów działalności. Poza wymianą istniejących lokalizacji, nowe placówki usytuowane będą w Gdańsku, Poznaniu i Wrocławiu. We wszystkich wspomnianych miastach spółka ma zamiar uruchomić również specjalistyczne delikatesy z żywnością włoską. W celu umocnienia współpracy z sieciami hipermarketów North Coast zamierza uruchomić sieć tzw. "corner shop" - powierzchni w ramach hipermarketu urządzonych, zaopatrywanych i zarządzanych przez spółkę.

Wysoka rentowność

Współpraca z hipermarketami zapewnia spółce stabilny wzrost przychodów, a udział w sprzedaży kanału sklepów detalicznych i supermarketów pozwala na generowanie wysokich marż. Spółka jest importem i prawie całość kosztów ponosi w EURO, prognozowane umocnienie złotówki powinno więc pozytywnie wpłynąć na rentowność spółki.

Kalendarium publicznej oferty akcji

27 - 28 marca	Book building
29 - 31 marca	Zapisy na akcje w Transzy Detalicznej
28 marca	Publikacja ceny emisyjnej
29 - 31 marca	Zapisy na akcje w Transzy Instytucjonalnej
kwiecień	Planowany debiut akcji

Liczba akcji (mln)	32.0
Kapitalizacja (mln PLN)*	112
EV (mln PLN)*	85
Free float (mln PLN)*	52
Średni obrót (mln PLN)	-

Główny akcjonariusz	S.Fiocco, G. Pezzolato
% akcji, % głosów	53.1/64.3

* po emisji

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Piotr Her

(022) 598 26 81

piotr.her@millenniumdm.pl

SPIS TREŚCI

Podsumowanie inwestycyjne.....	3
Oferta publiczna.....	4
Czynniki ryzyka.....	5
Wycena.....	8
<i>Podsumowanie i założenia</i>	8
<i>DCF.....</i>	10
<i>Wycena metodą porównawczą do spółek krajowych</i>	11
<i>Wycena metodą porównawczą do spółek zagranicznych.....</i>	12
Akcjonariat	13
Historia spółki.....	14
Działalność spółki.....	14
<i>Charakterystyka działalności</i>	14
<i>Produkty.....</i>	16
<i>Dostawcy</i>	17
<i>Odbiorcy i kanały dystrybucji.....</i>	17
<i>Organizacja sprzedaży.....</i>	19
<i>Logistyka.....</i>	19
<i>Strategia rozwoju.....</i>	20
Przeznaczenie wpływów z emisji	20
Prognozy wyników finansowych	21
<i>Marże.....</i>	21
<i>Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy</i>	23
<i>Wzrost rentowności.....</i>	23
Otoczenie rynkowe	24
<i>Rynek FMCG w Polsce</i>	24
<i>Warunki demograficzne.....</i>	24
<i>Rynek dystrybucji hurtowej</i>	25
<i>Segment hurtowni żywności włoskiej.....</i>	25
Sprawozdania finansowe	26

Podsumowanie inwestycyjne

Rynek wzrostowy

North Coast to spółka zajmująca się dystrybucją żywności włoskiej. Spółka wyspecjalizowana jest w produktach wysokiej jakości. Jak wynika z danych GUS, w 2004 r. handel hurtowy towarami FMCG zanotował stosunkowo znaczny wzrost sprzedaży. Artykułów żywnościowych sprzedano o 6.2 proc. więcej niż rok wcześniej (dynamika liczona w cenach bieżących). Wartość rynku dóbr szybko zbywalnych w Polsce jest obecnie szacowana na 135 mld PLN i stabilnie rośnie od 2001 roku w tempie średnio ok. 3% rocznie. Segment w którym funkcjonuje spółka rośnie zdecydowanie szybciej niż rynek z uwagi na wzrost zamożności społeczeństwa. Sprzedaż North Coast jest zdywersyfikowana pomiędzy kanałami dystrybucji co zapewnia wzrost przychodów przy wzrastającym znaczeniu tzw. nowoczesnej dystrybucji. Według Company Assistance Limited, firmy specjalizującej się w badaniu polskiego sektora FMCG, przeciętna wartość całego sektora handlu hurtowego w roku 2004 wynosiła około 60.5 mld PLN. W Polsce istniało ok. 9000 hurtowni w 2004 roku, Company Assistance oczekuje, że w okresie najbliższych pięciu lat nastąpi spadek liczby hurtowni do 5000. Obecnie na łączną liczbę hurtowni na rynku krajowym, składają się głównie różnej wielkości hurtownie wielobranżowe, których model biznesowy różni się istotnie od modelu przyjętego przez North Coast. W walce z konkurencją nie wytrzymają małe, lokalne hurtownie wielobranżowe. Udział w rynku hurtowni, które upadną zostanie przejęty przez duże sieciowe hurtownie wielobranżowe oraz hurtownie wyspecjalizowane takie jak North Coast. Grono bezpośrednich konkurentów składa się z mniejszych spółek, oferujących węższy asortyment produktów.

Działalność w wysoko marżowym segmencie

North Coast wyspecjalizował się w produktach spożywczych o wysokiej jakości, istotnie wyróżniających się od przeciętnych produktów żywnościowych dostępnych w sklepach na polskim rynku. Cena zakupu u producenta wyrobów, które spełniają kryteria jakości oraz oryginalności na polskim rynku jest nieznacznie wyższa niż cena zakupu przeciętnych produktów dostępnych na Polskim rynku. Zgodnie ze strategią spółki produkty są dostępne w stosunkowo niewielkiej ilości po wysokich cenach, przez co są pozycjonowane w segmencie luksusowych produktów spożywczych. Cena detaliczna produktów z tego segmentu jest często 2 - 3 krotnie wyższa niż cena podobnego, ale krajowego produktu i mimo to znajduje grupę lojalnych odbiorców. Ten model działalności pozwala na generowanie ponadprzeciętnych marż. Produkty oferowane przez North Coast należy uznać jako składniki tzw. "Gourmet Cuisine". Obserwując rynki Europy Zachodniej poprzeczka dla tego typu produktów jest postawiona znacznie wyżej. Z jednej strony wymagania konsumentów są jeszcze większe natomiast uzyskiwane marże również są wyższe niż te, które uzyskuje obecnie North Coast.

Budowa własnej sieci detalicznej

Spółka zamierza uruchomić pięć specjalistycznych sklepów detalicznych, oferujących produkty dostępne w hurtowniach North Coast. Typowy sklep ma mieć powierzchnię ok. 150 m², będzie wyposażony w wysokiej jakości meble i sprzęt. W miarę możliwości delikatesom będzie towarzyszyła część barowa umożliwiająca przygotowanie posiłków i kawy. Klient będzie miał możliwość degustacji produktów jak również skorzystanie z niewielkiego bistro. Oferta delikatesów będzie skierowana do klientów zamożnych, dlatego jakość obsługi oraz lokalizacje będą niezwykle istotne w powodzeniu tego przedsięwzięcia. Poprzez rozwój sieci detalicznej, spółka zdobędzie kolejny kanał dystrybucji oraz poprawi świadomość oferowanych marek.

Plany rozwoju terytorialnego

North Coast posiada obecnie dwa wynajmowane magazyny, zlokalizowane w pod Warszawą i w Krakowie. Baza magazynowa jest istotnym ograniczeniem w rozwoju spółki ponieważ pozwala na sprawną dystrybucję do sklepów i supermarketów jedynie w okolicach Warszawy i Krakowa. Dostępne na rynku magazyny, nie spełniają rygorystycznych wymogów przechowywania żywności, zwłaszcza świeżej. Spółka planuje wybudowanie 5 magazynów, które będą dostosowane do potrzeb spółki. Nowe magazyny będą zlokalizowane w Gdańsku, Poznaniu i Wrocławiu oraz w dotychczasowych lokalizacjach.

Zacieśnienie współpracy z hipermarketami

Sieci hipermarketów generują ponad połowę obrotów spółki. Dystrybucja przez sieci pozwala na dostępność produktów spółki na terenie całego kraju bez konieczności posiadania własnej bazy logistycznej. Współpraca z hipermarketami nie jest jednak prosta. Sieci hipermarketów same decydują które produkty mogą być dostępne w ich sklepie, pobierają opłaty za wprowadzenie produktu do sprzedaży, obecność na półce, logistykę, gazetki reklamowe, promocje itp. North Coast zamierza uruchomić sieć tzw. "corner shop" - stanowisk w ramach hipermarketu, wyposażonych we własne meble, które umożliwią North Coast oferowanie szerszej gamy produktów (również droższych o wyższych marżach) i prowadzenie własnej polityki asortymentowej (np. uwzględniającej sezonowość). Zgromadzenie produktów North Coast w jednym miejscu poprawi ich rozpoznawalności na tle innych produktów i umożliwi klientowi zakup kompletnego posiłku (makaron, sos, ser). W efekcie wpłynie to na zwiększenie sprzedaży. Opłaty za prowadzenie "corner shop" będą niższe niż suma opłat jakie musiałby ponieść dystrybutor za wprowadzenie takiej ilości produktów na półki hipermarketu.

Oferta publiczna

Publiczna oferta akcji North Coast obejmuje 15 mln akcji dwóch serii:

Seria B - 8 mln akcji o wartości nominalnej 2 grosze każda, sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy

Seria C - do 7 mln akcji o wartości nominalnej 2 grosze każda, oferowanych przez Spółkę w ramach subskrypcji

Akcje będą sprzedawane w dwóch transzach - transzy inwestorów indywidualnych (3 mln akcji) oraz instytucjonalnych (12 mln walorów).

Podstawowym celem emisji akcji jest pozyskanie środków na rozbudowę sieci hurtowni (budowę własnych magazynów, zwiększenie kapitału obrotowego), wzmocnienie współpracy z hipermarketami poprzez sieć stoisk "corner shop" oraz uruchomienie pięciu delikatesów specjalistycznych. Po zarejestrowaniu nowej emisji akcji, kapitał North Coast będzie się dzielił na 32 mln akcji.

Planowane inwestycje

Rodzaj inwestycji	Rok realizacji	Przewidywana wartość inwestycji (mln PLN)
Magazyny	2006 - 2007	24.4
Delikatesy	2006 - 2007	3.2
Sklepy typu „corner shop”	2006 - 2008	8.4
Nakłady na wzrost kapitału obrotowego	2006 - 2008	20 - 25
Inwestycje odtworzeniowe	2006 - 2008	2.0
Razem inwestycje		58 - 63

Źródło: North Coast S.A.

Czynniki ryzyka

Rozwój nowych kanałów dystrybucji

Istotnym elementem powodzenia strategii zakładanej przez spółkę jest pomyślny rozwój nowych kanałów dystrybucji, tj. placówek typu "corner shop" oraz sieci delikatesów.

Spółka ma ograniczone doświadczenie w zakresie organizacji i zarządzania siecią specjalistycznych sklepów spożywczych. W odniesieniu do jednostek typu "corner shop", nie ma pewności, czy Spółka będzie w stanie wynegocjować odpowiednie warunki umów z sieciami hipermarketów lub centrami handlowymi, na terenie których byłyby zlokalizowane stoiska. Trudno też ocenić, czy sieci hipermarketów lub centra handlowe będą zainteresowane tym rodzajem współpracy w długim terminie po początkowym okresie próbnym. Istnieje ryzyko, że nakłady poniesione na wyposażenie corner shopów będą musiały być zamortyzowane w krótszym terminie niż pierwotnie zakładane z uwagi na niezadowalające wyniki z punktu widzenia hipermarketów. Produkty oferowane przez emitenta są zazwyczaj znacznie wolniej rotującymi produktami niż przeciętny produkt sprzedawany w sieci hipermarketów.

W odniesieniu do sieci delikatesów, sukces będzie uzależniony od kilku czynników:

- ❑ **wybór odpowiednich lokalizacji sklepów** - kluczowego elementu w celu dotarcia do właściwej grupy docelowej;
- ❑ **wynegocjowanie zadowalających warunków najmu powierzchni** - w przypadku sklepów zlokalizowanych w centrach handlowych, wynajmujący narzucają umowy długoterminowe, co powoduje poniesienie znacznych kosztów w przypadku niepowodzenia sklepu. Należy pamiętać również o tym, że wysokość czynszu może nie być skorelowana z potencjalnym poziomem generowania obrotów;
- ❑ **pozyskanie, wyszkolenie i zatrzymanie wykwalifikowanego personelu** - w szczególności kierowników sklepów;
- ❑ **terminowość oddania do użytku nowych sklepów** - opóźnianie otwierania nowych sklepów odciągałoby w czasie wzrost przychodów spółki, co niewątpliwie wpłynie negatywnie na wycenę North Coast. Przeciąganie się prac adaptacyjnych powoduje też spadek zysków, ponieważ spółka musi płacić czynsz za okres w którym nie mogą być generowane przychody;
- ❑ **wolniejsze dochodzenie do oczekiwanych obrotów** - istnieje ryzyko, że nowo otwierane sklepy mogą wolniej niż jest to zakładane osiągać planowany poziom obrotów. Przyczyną takiego zjawiska może być np. wcześniej wspomniana zła lokalizacja sklepów.

Niepowodzenie w uruchomieniu sieci delikatesów oraz sieci sklepów typu "corner shop" mogłoby mieć niekorzystny wpływ na przyszłe przychody i rentowność Spółki. Szacujemy, że marże generowane w tym kanale dystrybucji mogą być o 50-100% wyższe niż te osiągnane w kanale nowej dystrybucji, dlatego rentowność będzie znacznie bardziej wrażliwa na zmiany przychodów z kanałów dystrybucji detalicznej niż kanałów tzw. nowej dystrybucji.

Uzależnienie od dostawców - brak umów dystrybucyjnych

Dostawcami spółki jest ponad 70 wytwórców wysoko gatunkowych produktów spożywczych głównie z Włoch. Spółka ma ograniczone możliwości pozyskania nowych dostawców ponieważ z uwagi na utarte zwyczaje, według których jeżeli firma prowadzi dystrybucję danego producenta to nie może prowadzić dystrybucji marek innego producenta w ramach tego samego produktu. Spółka przywiązuje ogromną wagę do budowania bliskich relacji z dostawcami od początku swojego istnienia. Chociaż zarząd North Coast jest przekonany o trwałości i sile tych relacji, nie ma pewności czy jeden lub większa liczba prestiżowych dostawców nie podejmie decyzji o zaprzestaniu dostaw dla spółki. Prawdopodobieństwo zaprzestania dostaw do North Coast jest tym większe, że poza nielicznymi produktami w większości spółka nie posiada podpisanych umów dystrybucyjnych. W przypadku zerwania kontaktów handlowych z głównymi dostawcami może dojść do czasowego ograniczenia obrotów. Ryzyko uzależnienia od odbiorców jest istotnie minimalizowane przez dużą dywersyfikację. Żaden z 70 dostawców nie ma dominującego udziału w zaopatrzeniu North Coast.

Uzależnienie od odbiorców

Odbiorcy spółki dzielą się na 4 segmenty klientów: sieci hipermarketów, sieci supermarketów średniej wielkości, sklepy detaliczne rozproszone po całym kraju oraz hotele i restauracje. Połowa przychodów generowana jest przez hipermarkety. Największy pojedynczy odbiorca firmy (którego nazwa nie została ujawniona) generuje ok. 13% przychodów spółki, kolejny duży odbiorca generuje ok 10% przychodów. Spółka jest istotnie uzależniona od tego kanału, należy natomiast pamiętać, że przychody generowane w tym segmencie dystrybucji przynoszą znacznie niższe marże niż sprzedaż w pozostałych kanałach. Ewentualne zmniejszenie obrotów w tym kanale ma mniejszy wpływ na rentowność spółki niż ewentualna utrata przychodów w pozostałych kanałach dystrybucji. Źródła pozostałych 50% przychodów są dobrze zdywersyfikowane na trzy kanały dystrybucji: supermarkety, sklepy detaliczne oraz hotele i restauracje, w których łącznie spółka ma ponad 2000 klientów. Strategia spółki zakłada ekspansję geograficzną, co będzie wiązało się z pozyskaniem jeszcze większej ilości klientów zwłaszcza w segmencie sklepów detalicznych.

Konkurencja rynkowa

W segmencie rynku wysoko wyspecjalizowanych hurtowni oferujących produkty dla sektora FMCG istnieją również inne mniejsze spółki funkcjonujące w oparciu o ten sam model biznesowy co North Coast. Nie ma pewności, że konkurenci spółki nie urosną szybko do rozmiarów, które stanowiąby zagrożenie konkurencyjne dla spółki. Taki scenariusz rozwoju konkurencji mógłby mieć negatywny wpływ na przyszłe przychody i rentowność North Coast. Innym zagrożeniem mogłoby być wejście do Polski silnego konkurenta zagranicznego. W szczególności we Włoszech działa co najmniej kilkanaście podobnych podmiotów będących znacznie większymi od North Coast pod względem przychodów, rentowności i kapitalizacji. Podjęcie przez któregośkolwiek z tych podmiotów decyzji o rozpoczęciu działalności na polskim rynku mogłoby mieć negatywny wpływ na wyniki operacyjne spółki.

Isostar

Obecnie około 10% przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży produktów Isostar. Zerwanie umowy dystrybucyjnej z producentem mogłoby negatywnie wpłynąć na przychody spółki. Z uwagi na niską rentowność tych produktów w porównaniu z innym asortymentem spółki, ewentualne rozwiązanie umowy będzie miało mniejszy wpływ na zyski.

Możliwość obniżenia marż

North Coast prowadzi działalność o charakterze niszowym, która przy ograniczonych obrotach pozwala na osiąganie ponadprzeciętnych marż. Utrzymanie poziomu rentowności na tym poziomie jest natomiast uzależnione od wielu czynników. Popularność produktów oferowanych przez spółkę nie może być zbyt duża, ponieważ wysokie marże są osiągane dlatego, że produkty są oryginalne i stosunkowo rzadko spotykane, stanowią swego rodzaju ciekawostkę, dobro luksusowe. W miarę zwiększania popularności i zapotrzebowania na te produkty możemy mieć doczynienia ze zjawiskiem wypierania North Coast jako dystrybutora. Biorąc pod uwagę ułatwienia w handlu związane z przystąpieniem Polski do UE, przy większych poziomach obrotów zarówno dystrybutorzy detaliczni jak i producenci mogą być zainteresowani bezpośrednimi zakupami od producenta z pominięciem importera. Tego typu zjawiska mogą mieć wpływ na obniżenie sprzedaży, ale przede wszystkim wywierają presję na North Coast do obniżenia marży.

Ryzyko kursowe

North Coast dokonuje całości zaopatrzenia u zagranicznych kontrahentów w Euro, zaś prawie całość przychodów osiąga na terenie kraju w walucie krajowej. Spółka jest zatem narażona na wpływ niekorzystnych różnic kursowych - w przypadku dewaluacji złotego względem Euro, koszty dostaw w przeliczeniu na złote wzrosną. Niekorzystne zmiany kursu walutowego (wzrost kursu Euro) mogą narazić na dodatkowe koszty finansowe w postaci ujemnych różnic kursowych. Ryzyko to ograniczane jest poprzez odpowiednią kalkulację cen sprzedawanych towarów oraz poprzez zawieranie umów na transakcje typu forward. Biorąc pod uwagę prognozowane długoterminowe wzmocnienie wartości złotego wobec Euro, ekspozycja walutowa spółki powinna wpłynąć jednak pozytywnie na wyniki oraz pozycję konkurencyjną spółki.

Uruchomienie sieci regionalnych magazynów

Strategia wzrostu Emitenta jest również uzależniona od zdolności do uruchomienia sieci regionalnych magazynów. Utworzenie sieci regionalnych magazynów ma na celu usprawnienie dostaw a także pozyskania nowych odbiorców: z segmentu niezależnych sklepów detalicznych oraz z segmentu restauracji. Nie ma pewności, że North Coast będzie w stanie zidentyfikować i nabyć lub zbudować odpowiednie powierzchnie magazynowe. Mogą wystąpić braki takich powierzchni w większych miastach poza Warszawą lub też takie powierzchnie mogą być dostępne po cenach wyższych od przewidywanych przez Spółkę. Niepowodzenie w uruchomieniu sieci regionalnych magazynów mogłoby mieć niekorzystny wpływ na przyszłe przychody i rentowność Emitenta.

Konieczność utrzymywania wysokich zapasów

Specyfika działalności spółki (import stosunkowo dużych partii towarów przy rozłożonej w czasie możliwości ich zbycia) wymusza utrzymywanie wysokich zapasów przez North Coast. Wskaźnik średni poziom zapasów/koszty produktów wyniósł w 2004 roku ponad 20%, podczas gdy średnia dla porównywalnych spółek notowanych na GPW wynosi około 10%. Wysokie zapasy w spółce zwiększają ryzyko operacyjne działalności - spółka stara się ograniczać ryzyko odpisów wartości posiadanych towarów poprzez bieżące monitorowanie popytu oraz import produktów o długich terminach przydatności spożycia.

Wycena

Wyceny spółki North Coast dokonaliśmy w oparciu o metodę porównawczą do polskich oraz zagranicznych spółek zajmujących się dystrybucją żywności notowanych na giełdzie. Oceniając wartość spółki wykorzystaliśmy także metodę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.

W zależności od podejścia otrzymaliśmy różne wyniki. Wycena porównawcza, oparta o wyniki spółki w 2005 roku i prognozach na lata 2006-2007 sugeruje wartość 1 akcji North Coast po emisji na poziomie 3.9 PLN, wycena metodą DCF na bazie strumieni gotówki w latach 2006-2015 - 4.2 PLN.

Podsumowanie wyceny				
Metoda wyceny	Wartość		Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna		
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	110	155	112	3.5
Wycena porównawcza - spółki polskie (mln PLN)	135	192	135	4.2
Wycena DCF (mln PLN)			134	4.2
Wycena (mln PLN)			129	
Wycena 1 akcji North Coast (PLN)			4.0	

Źródło: Millennium DM

Jako wycenę ostateczną North Coast przyjęliśmy średnią wartość z tych metod, która wynosi 4.0 PLN. W wycenie wzięliśmy pod uwagę planowaną emisję akcji.

W prognozach założyliśmy przejściowy wzrost dynamiki przychodów North Coast w pierwszych dwóch latach prognozy, wynikający z poszerzenia skali działalności oraz rozpoczęcia działalności na rynku detalicznym. W perspektywie najbliższych 3 lat prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów spółki na poziomie 20.6%.

Dodatkowo założyliśmy

- Średnioroczny wzrost sprzedaży w poszczególnych segmentach dystrybucji

Średnie założone tempo wzrostu przychodów NC w latach 2006-2010		
	2004-2005	2006-2010
Hipermarkety	16.67%	4.10%
Supermarkety	14.10%	9.00%
Sklepy detaliczne	17.97%	9.40%
Hotele i restauracje	15.06%	9.40%

Źródło: Millennium DM, North Coast

Prognozujemy wzrost udziału sprzedaży do supermarketów oraz hoteli i restauracji kosztem sprzedaży do hipermarketów. Powinno to stabilizująco wpłynąć na marżę NC.

- spadek marży brutto na sprzedaży w segmencie hurtowym z 44% w 2005 roku do 40% w 2015 roku, poziom marży na sprzedaży w stoiskach „corner shop” o 3pp wyższy niż w hurcie, poziom marży w delikatesach od 60% w 2006 roku docelowo do 57%
- utworzenie 4 sklepów delikatesowych do 2008 roku (pow. 150 m²), docelowo wzrost do 8 placówek
- podpisanie w 2006 roku 6 umów na wynajem powierzchni pod „corner shopy”, kolejnych 40 w latach 2007-2008
- średni przychód z 1 m² delikatesów na poziomie docelowo 800 PLN w 2006 roku, w kolejnych latach wzrost zgodny ze wskaźnikiem inflacji
- średni przychód z jednego stanowiska „corner shop” na poziomie 90 tys. PLN rocznie (spółka prognozuje przychody na poziomie 10 tys. miesięcznie tj. ok. 120 tys. PLN rocznie)
- koszt inwestycji w delikatesy na poziomie 5 tys. PLN/m², wydatki na stanowisko w supermarkecie - 150 tys. PLN (w tym prowizja wejściowa do sklepu) - dane spółki
- utrzymanie się kursów PLN w stosunku do Euro na obecnym poziomie (długoterminowo). Nie spodziewamy się znaczącego osłabienia PLN, w przypadku wzrostu kursu przejściowo pozytywnie wpłynie to na marżę na sprzedaży
- długoterminowy wskaźnik inflacji na poziomie 2%

Do wyceny przyjmujemy także założenia:

- stopa dywidendy - 33%. Mając na uwadze potrzeby inwestycyjne spółki, oczekujemy że zwiększenie stopy wypłaty dywidendy przed 2009 rokiem jest mało prawdopodobne
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2015 roku - 5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5% po roku 2015 jest naszym zdaniem dość konserwatywna. Wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekujemy spadku rynkowych stóp procentowych do poziomu, jaki obserwujemy w krajach UM
- premia za ryzyko - 5.5%. Przy wycenie North Coast zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.1, ok. 30% wyższe niż beta dla zagranicznych spółek branży handlu żywnością. Uważamy, iż w przypadku NC niszowy charakter spółki, ograniczone możliwości wzrostu na nasyconym rynku, wysokie marże realizowane przez spółkę, istotne możliwości skopiowania modelu biznesu przez konkurencję oraz wejście NC w nowy segment rynku (działalność detaliczna), wiążą się z ponadprzeciętnym ryzykiem działalności.
- długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 2%. Długoterminowa stopa wzrostu free cash flow została przyjęta na poziomie prognozowanej inflacji.

Wycena metodą DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow.

Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy w granicach 2%, czyli na poziomie zbliżonym do prognozowanego tempa wzrost cen w Polsce. Model DCF jest bardzo wrażliwy na zmianę tego parametru, dlatego w wycenie prezentujemy wrażliwość na ten parametr.

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
sprzedaż	83.0	103.1	133.2	159.9	179.3	197.6	212.7	224.5	235.0	243.3	
EBIT (1-T)	9.9	11.0	13.3	14.9	16.0	17.4	18.3	18.4	18.7	19.1	
amortyzacja	0.9	2.1	3.3	4.0	4.2	4.5	5.1	5.7	5.9	6.1	
inwestycje	-16.9	-8.9	-7.0	-1.8	-4.9	-4.2	-5.1	-5.4	-4.7	-5.0	
zmiana kap.obrotowego	-6.0	-4.9	-7.7	-7.1	-5.7	-5.6	-5.0	-4.3	-4.1	-3.7	
FCF	(12.1)	(0.7)	2.0	9.9	9.7	12.1	13.4	14.4	15.9	16.6	199
zmiana FCF					-2.01%	25.39%	10.71%	7.29%	10.64%	4.14%	2.0%
dlug/kapitał	0.0%	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.0%
premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
koszt długu	6.4%	6.3%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.4%
koszt kapitału	9.9%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.5%
WACC	9.9%	10.0%	9.9%	10.2%	10.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.5%
PV (FCF)	(11.0)	(0.6)	1.5	6.7	6.0	6.8	6.7	6.5	6.5	6.0	72.6
wartość DCF (mln PLN)	107.7						w tym wartość rezydualna	72.6			
gotówka netto*	26.5										
wycena DCF (mln PLN)	134.2										
Liczba akcji (mln)*	32.0										
wycena 1 akcji (PLN)	4.2										

Źródło: *po emisji, Millennium DM

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa r_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	4.0%	3.9	4.2	4.5	4.9	5.5	6.3	7.6
	4.5%	3.8	4.0	4.3	4.7	5.2	5.9	6.9
	5.0%	3.7	3.9	4.2	4.5	4.9	5.5	6.4
	5.5%	3.6	3.8	4.1	4.4	4.7	5.2	5.9
	6.0%	3.6	3.7	4.0	4.2	4.5	5.0	5.6

Źródło: Millennium DM

Metoda metodą DCF szacuje wartość North Coast na kwotę 134 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to 4.2 PLN po emisji.

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą przygotowaliśmy bazując na bieżącej wartości rynkowej spółek zajmujących się dystrybucją produktów żywnościowych notowanych na zagranicznych parkietach. Dodatkowo, porównaliśmy North Coast z innymi spółkami handlowymi notowanymi na GPW i należącymi do indeksu WIG, tj.:

- Eurocash - handel FMCG poprzez sieć hurtowni zlokalizowanych na terenie całej Polski,
- Eldorado - spółka zarządzająca siecią 52 supermarketów oraz ponad 400 małych sklepów. Eldorado posiada także kilkanaście hurtowni Cash and Carry
- Alma Market - spółka zarządzająca siecią 5 hipermarketów, zlokalizowanych na południu i w centrum Polski
- Jago - hurtowy dystrybutor mrożonek do sklepów, hipermarketów oraz firm HoReCa
- Atlanta - importer i dystrybutor bakalii

Wycenę porównawczą oparliśmy na trzech wskaźnikach rynkowych: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT, które są najczęściej brane pod uwagę przez inwestorów przy wycenie spółki. Wskaźniki obliczyliśmy dla roku 2005 oraz dla prognoz 2006-2007. Sądzymy, że w bieżącej waluacji spółek uwzględnione są zarówno aktualne wyniki finansowe jak i perspektywy rozwoju w kolejnych latach.

Wycena porównawcza do krajowych spółek handlowych z branży spożywczej

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p
Alma Market	13.4	8.1	6.4	47.7	19.5	12.8	36.8	23.5	17.7
Eldorado	9.3	8.2	7.8	15.2	13.2	12.1	19.8	15.5	13.8
Eurocash	12.9	9.8	9.3	21.4	14.9	13.6	26.9	18.8	16.4
Atlanta	13.5	11.8	10.8	15.8	13.5	12.2	20.0	18.8	16.6
Jago	6.7	3.4	3.1	10.4	5.5	5.3	18.3	9.5	8.6
Średnia	12.9	8.2	7.8	15.8	13.5	12.2	20.0	18.8	16.4

Wycena North Coast przy danym wskaźniku w porównaniu do spółek branży spożywczej

Wycena (mln PLN)	161	135	149	185	192	192	165	185	183
Wycena ważona (mln PLN)									170
Dyskonto z tytułu niższej porównywalności spółek (znaczna różnica marż na sprzedaży)									20%

Wycena 1 akcji North Coast (PLN)

4.2

Źródło: prognozy Millennium DM, Bloomberg,

Wagi: EV/EBITDA - 40%, EV/EBIT, P/E - 30%

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek handlowych branży spożywczej

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p	2005p	2006p	2007p
Axfood Ab	7.3	6.9	6.5	10.7	9.9	9.2	16.1	14.8	13.7
Carrefour Sa	7.0	6.7	6.3	10.5	10.0	9.4	15.1	14.2	13.1
Casino Guichard Perrachon	6.1	5.8	5.4	9.1	8.6	8.2	11.6	11.0	10.5
Costco Wholesale Corp	10.9	9.8	8.8	14.4	12.8	11.4	24.8	22.0	19.6
Cremonini Spa	5.9	5.3	5.0	9.2	8.2	7.6	8.7	13.8	11.3
Delhaize Group	5.8	5.5	5.2	9.0	8.4	8.0	15.0	11.9	11.8
Fyffes Plc	5.0	8.5	8.7	5.6	9.8	10.5	6.3	11.5	11.3
Guyenne Et Gascogne Sa	11.2	10.8	8.7	17.3	15.1	13.7	14.3	13.4	12.2
Hain Celestial Group Inc	11.4	10.1	8.3	16.5	13.9	12.1	22.1	19.1	15.7
Jeronimo Martins	7.4	7.0	6.5	11.0	10.4	9.7	16.0	14.6	13.1
John B. Sanfilippo & Son	6.7	5.5	5.2	10.5	5.5	5.1	9.5	19.8	10.5
Kerry Group Plc-A	9.6	9.1	8.7	12.3	11.5	11.0	14.1	13.2	12.2
Koninklijke Ahold Nv	7.5	6.3	5.8	14.9	11.0	10.0	19.6	13.4	11.2
Kroger Co	2.4	2.3	2.2	3.9	3.7	3.5	18.8	16.8	15.9
Metro Ag	6.3	5.9	5.5	10.5	9.7	9.0	16.3	14.2	12.9
Sligro Food Group Nv	8.6	7.8	7.2	11.5	10.1	9.3	15.3	13.0	11.7
Target Corp	11.4	9.8	8.8	15.5	13.1	11.6	25.7	20.6	18.2
Tesco Plc	9.7	8.9	8.1	12.1	10.9	10.2	17.1	15.5	13.9
Wal-Mart Stores Inc	10.4	9.4	8.4	13.1	11.9	10.8	19.0	17.6	15.7
Weston (George) Ltd	6.5	5.9	5.6	8.2	7.2	7.1	15.5	14.1	12.3
Woolworths Limited	12.0	9.8	8.7	16.3	13.1	11.6	22.9	18.7	16.0
Średnia	8.0	7.5	6.8	11.5	10.2	9.5	16.4	15.4	13.5

Wycena North Coast przy danym wskaźniku przy porównaniu do spółek handlowych

Wycena (mln PLN)	110	125	134	142	151	155	135	152	150
Wycena ważona (mln PLN)									139
Dyskonto z powodu niższej płynności oraz kapitalizacji spółki North Coast									20%

Wycena 1 akcji North Coast (PLN)

3.5

Źródło: Bloomberg,

Wagi: EV/EBITDA - 40%, EV/EBIT, P/E - 30%

Porównując wyniki North Coast z wskaźnikami wyceny porównywalnych spółek otrzymujemy waluację na poziomie 124 mln PLN, czyli 3.9 PLN na jedną akcję po emisji.

North Coast

Akcjonariat

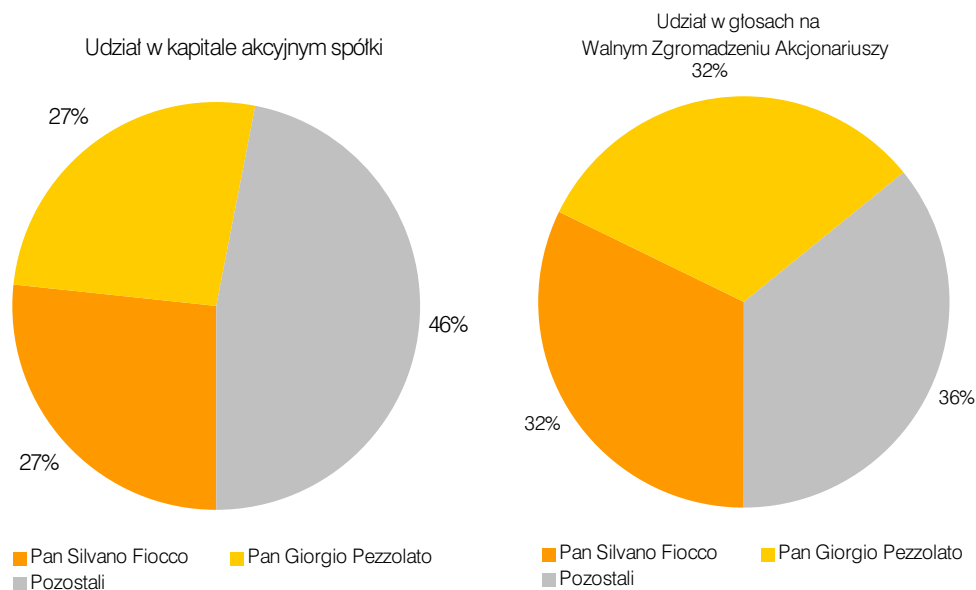
Zgodnie ze stanem przed planowaną emisją kapitał zakładowy North Coast S.A. dzieli się na akcje imienne serii A (10 mln akcji) oraz akcje na okaziciela serii B (15 mln akcji).

Akcje imienne serii A są uprzywilejowane co do głosu w taki sposób, że na jedną akcję przypadają dwa głosy na Walnym Zgromadzeniu.

Ponadto, w okresie do dnia 31 grudnia 2007 roku akcjonariusz posiadający Akcje Serii A może zbyć wyłącznie wszystkie posiadane akcje tej serii na rzecz jednego nabywcy. Pozostałym akcjonariuszom posiadającym Akcje Serii A przysługuje pierwszeństwa nabycia Akcji Serii A przeznaczonych do zbycia.

Nowa emisja akcji obejmuje 7 mln walorów. Po zakończeniu oferty udział dotychczasowych akcjonariuszy spadnie do 54% akcji i 64% głosów na Walnym Zgromadzeniu spółki. Obecni właściciele zobowiązali się, iż w terminie do 30 czerwca 2007 roku nie dokonają sprzedaży posiadanych akcji.

Akcjonariat spółki po planowanej emisji



Źródło: North Coast S.A., Millennium DM S.A.

Historia Spółki

Spółka North Coast została założona w roku 1992 przez Pana Mario Scudellari, Pana Giampaolo Gessi i Pana Czesława Jankowskiego. Podmiot rozpoczął swoją działalność polegającą na imporcie produktów spożywczych z Włoch w następnym roku, a pierwszymi importowanymi produktami były konserwy z tuńczykiem i oliwa z oliwek.

Od 1993 roku celem strategicznym Spółki stało się oferowanie polskim konsumentom możliwie szerokiego asortymentu wysokogatunkowych włoskich produktów spożywczych. Oferta North Coast jest skierowana do klientów wymagających, kierujących się jakością produktów, a mniej ceną.

Strategiczna misja North Coast nie zmieniła się do dnia dzisiejszego, mimo zmiany struktury własnościowej Spółki. W roku 1993 wspólnikiem Spółki został Giorgio Pezzolato, a Silvano Fiocco dołączył do grona wspólników rok później. Do roku 2000 pierwotni założyciele wyszli całkowicie ze spółki, a Giorgio Pezzolato i Silvano Fiocco stali się wspólnikami posiadającymi po 50% udziałów w spółce.

W sierpniu 2005 roku nastąpiło przekształcenie North Coast Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością w North Coast Spółkę Akcyjną co było warunkiem koniecznym upublicznienia spółki.

Działalność North Coast

Charakterystyka działalności

Działalność North Coast polega na imporcie oraz dystrybucji wysokogatunkowych produktów spożywczych. Łączna liczba rodzajów towarów importowanych przez North Coast obejmuje ponad tysiąc pozycji, przy czym najważniejsze kategorie produktów to: makarony i sosy do makaronów, oliwa z oliwek, wina, kawa, napoje energetyzujące, sery, ryż, produkty z pomidorów, paluszki i inne słone przekąski oraz słodczyce. Import świeżych produktów, takich jak ser mozzarella, rozpoczął się w roku 1998, a mrożonek w roku 2004. Stosunki North Coast z dostawcami oparte są na zasadzie wyłączności, przyznawanej na dystrybucję produktów na terytorium Polski. W większości wypadków wyłączność opiera się jedynie na ustnych porozumieniach. Spółka preferuje politykę zawierania ustnych umów z dostawcami, tak aby zachować maksymalną elastyczność w przyszłych negocjacjach. Kontakty i stosunki z dostawcami zostały zbudowane na przestrzeni lat i stanowią istotny składnik wartości North Coast. W większości przypadków dostawcy, u których zaopatruje się Spółka są wiodącymi i renomowanymi włoskimi producentami w danej kategorii produktów. Podczas gdy na początku swojej działalności Spółka musiała cierpliwie docierać do dostawców tak aby uzyskać towar do sprzedaży na rynku polskim, to w ostatnich latach sytuacja odwróciła się. Zważywszy na atrakcyjność polskiego rynku, do North Coast jako spółki o wypracowanej pozycji rynkowej, regularnie zwracają się potencjalni dostawcy z różnych krajów sondując możliwość wprowadzenia swoich produktów na nasz rynek.

Produkty są dostarczane do Polski transportem drogowym, a następnie magazynowane w Pruszkowie pod Warszawą. Większość klientów jest zaopatrywana z magazynu w Pruszkowie za pomocą posiadanej przez North Coast floty samochodów ciężarowych, bądź przez wynajmowane małe firmy transportowe. Od roku 1997 spółka dzierżawi również drugi, mniejszy magazyn w Krakowie, zaopatrujący klientów na południu Polski. Towary do krakowskiego magazynu dowożone są z magazynu w Pruszkowie.

Model biznesu spółki można określić jako specjalistyczną hurtownię niszowych produktów spożywczych. North Coast wyspecjalizował się w produktach spożywczych o najwyższej jakości, wyróżniających się od przeciętnych produktów żywnościowych dostępnych w sklepach na polskim rynku. Produkty sprzedawane przez North Coast dostępne są w delikatesach oraz hiper i supermarketach jako produkty z tzw. wyższej półki. Ten model działalności pozwala na generowanie ponadprzeciętnych marż. Cena zakupu u producenta wyrobów, które spełniają kryteria jakości oraz oryginalności na polskim rynku jest nieznacznie wyższa niż cena zakupu przeciętnych produktów dostępnych na Polskim rynku. Zgodnie ze strategią spółki produkty są dostępne w stosunkowo niewielkiej ilości po wysokich cenach przez co są pozycjonowane w segmencie luksusowych produktów spożywczych. Cena detaliczna produktów z tego segmentu jest często 2 - 3 krotnie wyższa niż cena podobnego polskiego towaru.

Należy pamiętać, że w miarę wzrastania zamożności polskiego społeczeństwa, popyt na produkty spożywcze o wyższej jakości będzie wzrastał. Rodzi to niewątpliwie duże możliwości wzrostu przychodów dla North Coast. Istnieje natomiast ryzyko, że wzrost obrotu tego rodzaju produktami doprowadzi do spadku cen, co z kolei spowoduje spadek marż pośredników takich jak North Coast. W przypadku zwiększonego zainteresowania produktami obecnie uważanymi za luksusowe, mogą się pojawić kolejne podmioty oferujące takie lub podobne produkty, które będą mogły sprzedawać je po niższych cenach.

Biorąc pod uwagę stan zamożności polskiego społeczeństwa oraz powyżej zaprezentowane cechy charakterystyczne produktów oferowanych przez North Coast, uważamy, że należy je uznać jako składniki tzw. "Gourmet Cuisine". Obserwując rynki Europy Zachodniej poprzeczka dla tego typu produktów jest postawiona wysoko. Z jednej strony wymagania są większe, produkty muszą być świeże, bez konserwantów etc, natomiast uzyskiwane ceny jednostkowe są wyższe niż te które uzyskuje obecnie North Coast.

Niewątpliwą przewagą konkurencyjną North Coast stanowi unikalność i wysoka jakość oferowanych produktów. Kolejnymi atutami spółki są dobre kontakty z dostawcami oraz szeroka baza lojalnych odbiorców.

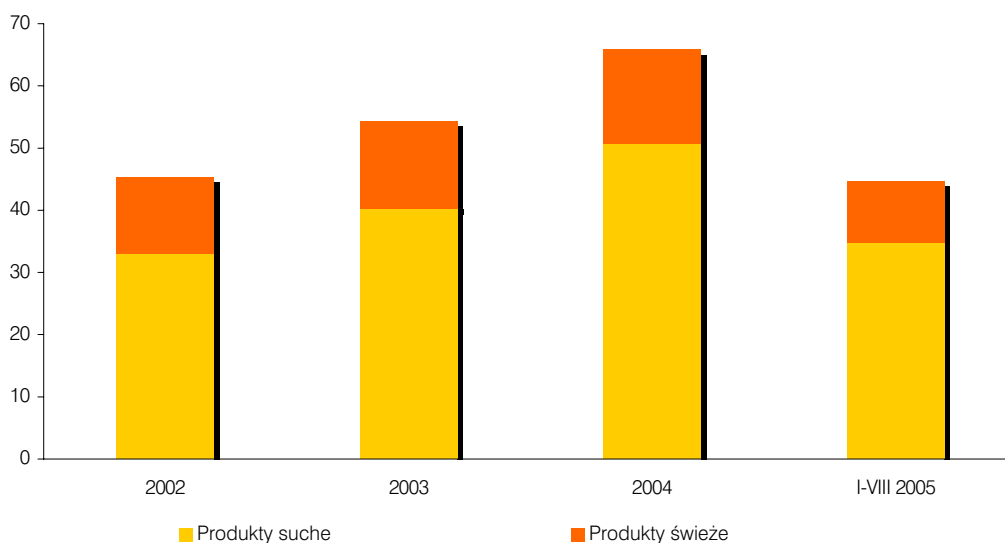
Produkty

Spółka oferuje swoim klientom szeroki asortyment wysokogatunkowych produktów spożywczych importowanych głównie z Włoch. Grupa docelowa dla oferty spółki jest mało wrażliwa na cenę co pozwala na osiągnięcie wyższych marż niż przeciętnie osiągnane na tym rynku w Polsce. Oferta produktowa North Coast obejmuje ponad tysiąc pozycji.

Produkty znajdujące się w ofercie North Coast można podzielić na dwie podstawowe grupy:

- produkty suche charakteryzujące się stosunkowo długim okresem ważności: kawa Illy, makarony Agnesi, napoje Isostar, oliwa z oliwek Carapelli, asortyment produktów kuchni meksykańskiej Old El Paso, tuńczyk konserwowy Rio Mare, konfitury owocowe St. Dalfour, słodczyce delikatesowe Vicenzi itp.
- produkty świeże, zdefiniowane jako produkty bez konserwantów lub z niewielką ilością konserwantów oraz ze stosunkowo krótkim okresem ważności: ser mozzarella Galbani i desery Soloitalia, świeży makaron w wersji "precooked" Rana, kielbasy salami, szynka parmeńska i inne krojone wędliny Beretta itp.

Przychody w podziale na produkty suche i świeże (mln PLN)



Źródło: North Coast

Dostawcy

Źródłem zaopatrzenia North Coast są wiodący producenci markowych wyrobów spożywczych, niejednokrotnie marki dobrze znane na całym świecie. Oprócz uznanych włoskich producentów (np. Agnesi, Illy, Galbani), wśród dostawców Spółki są również dwaj czołowi dostawcy francuscy (St. Dalfour dostarczający konfitury owocowe oraz Isostar, dostarczający napoje izotoniczne). Oprócz tego asortyment towarów North Coast uwzględnia w niewielkim stopniu importowane produkty mniej znanych producentów.

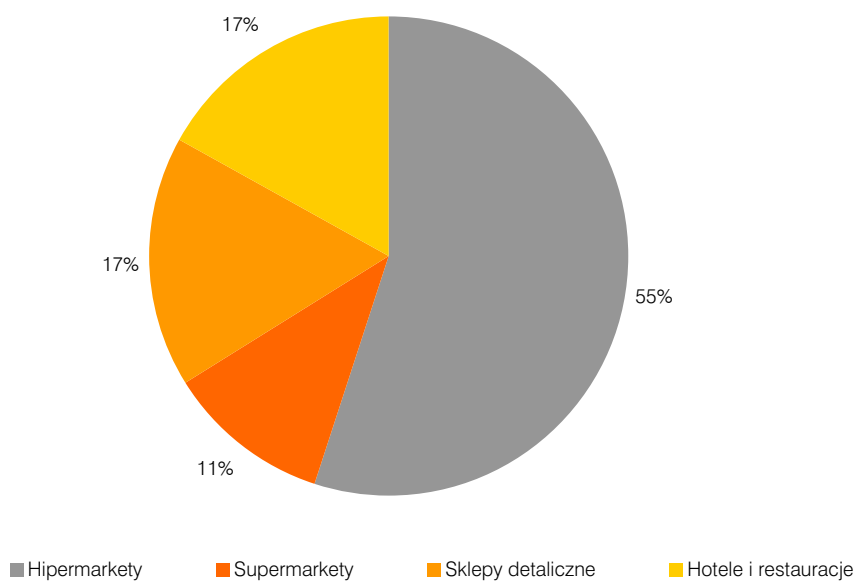
North Coast jest dla większości oferowanych produktów wyłącznym dystrybutorem w Polsce. Większość umów o wyłączność nie jest sformalizowana, współpraca opiera się na zaufaniu i wieloletniej współpracy partnerów. Naszym zdaniem taka sytuacja rodzi ryzyko dystrybucji produktów stanowiących ofertę North Coast przez innych dystrybutorów lub bezpośrednio przez producentów, zwłaszcza biorąc pod uwagę wysokie marże osiągnięte przez spółkę.

Odbiorcy i kanały dystrybucji

North Coast działa wyłącznie na terytorium Polski, oferuje swoje produkty w czterech podstawowych kanałach dystrybucji:

- sieci hipermarketów
- sieci supermarketów
- małe sklepy
- hotele i restauracje.

Udziały poszczególnych kanałów dystrybucji w przychodach (I-IX 2005)



Źródło: North Coast

Biorąc pod uwagę penetrację terytorialną, produkty Emitenta są obecne dostępne głównie na terenie aglomeracji warszawskiej oraz na południu Polski. Jest to spowodowane przede wszystkim niewystarczającą bazą logistyczną (spółka posiada obecnie tylko dwa magazyny w Pruszkowie pod Warszawą i w Krakowie). Jedynie sieci hipermarketów pozwalają na obecność produktów North Coast na terenie całego kraju.

Sieci hipermarketów

Sieci hipermarketów (tzw. nowoczesna dystrybucja) to najważniejszy odbiorca i zarazem najważniejszy kanał dystrybucji produktów Spółki pod względem ilościowym i wartościowym (ponad 50% w 2005 roku). Od roku 2000 sieci hipermarketów obecne w Polsce (m.in. Auchan, Carrefour, Real, Tesco) zaopatrywane są przez North Coast, a popyt generowany przez ten kanał dystrybucji jest jednym z najważniejszych czynników powodujących systematyczny wzrost przychodów North Coast. Dystrybucja przez sieci pozwala na obecność produktów spółki na terenie całego kraju bez konieczności posiadania własnej bazy logistycznej. Nie należy jednak zapominać, że hipermarkety są bardzo wymagającymi klientami. Sieci pobierają opłaty za wprowadzenie produktu do sprzedaży, obecność na półce, logistykę, gazetki reklamowe, promocje etc. Biorąc pod uwagę niskie ceny jakie uzyskują hipermarkety oraz koszty towarzyszące, jest to kanał dystrybucji generujący najniższe marże.

Sieci supermarketów

Sieci supermarketów średniej wielkości nie generują tak dużych obrotów jak hipermarkety (ok 11% przychodów). W przypadku tych klientów North Coast musi zapewnić własną logistykę, natomiast uzyskiwane marże są istotnie wyższe. Do klientów spółki w tym segmencie należą między innymi Alma, Bomi, Mini Europa, Piotr i Paweł.

Małe sklepy

Małe sklepy to bardzo istotny kanał dystrybucji spółki (ok. 17% sprzedaży). North Coast dostarcza swoje produkty do ponad 2000 niezależnych sklepów spożywczych. Ten kanał dystrybucji pozostaje bardzo ważny na polskim rynku, gdyż na nim realizowane jest niemal 60% obrotu detalicznego w kraju. Zgodnie z przewidywaniami CAL, do roku 2010 udział niezależnych sklepów spożywczych w wartości obrotu detalicznego nie spadnie poniżej 50%. W tym segmencie spółka realizuje wysokie marże. Z uwagi na dużą ilość klientów, segment ten zapewnia bardzo silną dywersyfikację odbiorców przez co minimalizuje ryzyko strat wynikających potencjalnie z niewypłacalności odbiorców (średnie zamówienie to 1 - 2 tys. PLN). Spółka zamierza istotnie zwiększyć sprzedaż poprzez ten kanał dystrybucji w drodze rozwoju sieci magazynów w głównych miastach Polski.

Hotele i restauracje

Hotele i restauracje to kolejny istotny kanał dystrybucji (ok. 17% przychodów), generujący wysokie marże. North Coast zaopatruje ponad 450 restauracji rozrzuconych jest po całym terytorium Polski. Krajowa branża hotelarska i restauracyjna jest stosunkowo słabo rozwinięta w porównaniu z rozwiniętymi krajami Unii Europejskiej. W związku z rozwojem rynku turystycznego oczekujemy dynamicznego rozwoju tych branż, co wpłynie na wzrostu sprzedaży Spółki realizowanej poprzez w tym kanale dystrybucji. Należy pamiętać, że rozwój tego rynku może również zaostriżyć konkurencję poprzez ekspansję podmiotów zajmujących się kompleksowym zaopatrywaniem podmiotów zajmujących gastronomią. Wśród hoteli najważniejszymi klientami są Grupa Accor, Hyatt, Sheraton, Bristol, Intercontinental, Marriott i inne.

Organizacja sprzedaży

North Coast zatrudnia 6 brand managerów, którzy współpracują bezpośrednio z większymi klientami. Brand managerowie zostali przeszkoleni we Włoszech w zakresie kulinarnego wykorzystania produktów, za których sprzedaż odpowiadają.

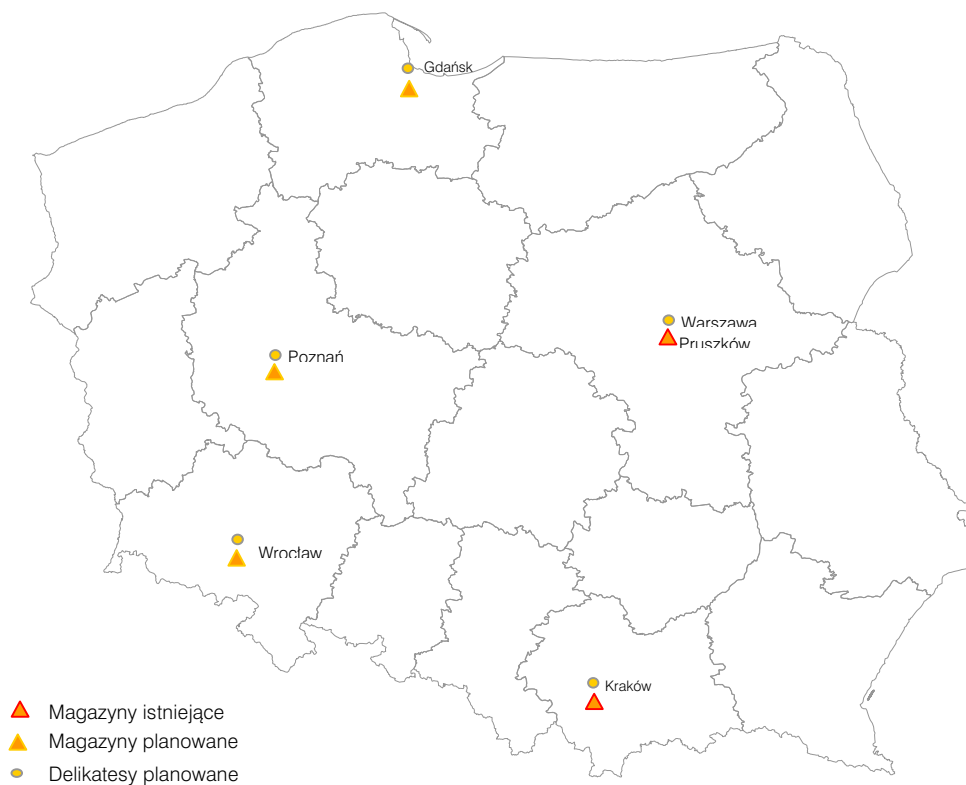
Trzech brand managerów pełni równoległe funkcje tzw. managerów kluczowych klientów (key account managers), odpowiedzialnych za kontakty z sieciami hipermarketów.

Mniejsi klienci spośród supermarketów i niezależnych sklepów są obsługiwani przez 28 regionalnych przedstawicieli handlowych podlegających dyrektorowi ds. sprzedaży.

Logistyka

North Coast dysponuje obecnie dwoma magazynami, które są zlokalizowane w Pruszkowie oraz w Krakowie. Biorąc pod uwagę specyfikę działalności obecna baza magazynowa pozwala na sprawną dystrybucję do sklepów i supermarketów na niewielkiej powierzchni kraju. Spółka dysponuje własną flotą samochodów ciężarowych, które realizują większość dostaw do sklepów detalicznych, hoteli i supermarketów. Pozostałe dostawy są realizowane przez podwykonawców, zazwyczaj małe firmy transportowe, z którymi North Coast współpracuje od dłuższego czasu. Import towarów realizowany jest wyłącznie przez zewnętrzne firmy transportowe. Po wejściu do Unii Europejskiej, spółka znacznie obniżyła koszty transportu, ponieważ transport żywności wymagał wcześniej szczegółowych kontroli na każdej granicy. Obecnie transport, który jedzie z Włoch nie pokonuje żadnej granicy, a procedury są ograniczone do minimum. W rezultacie transport jest szybszy i tańszy.

Sieć hurtowni oraz delikatesów North Coast



Źródło: North Coast S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Strategia rozwoju

Kluczowymi elementami strategii rozwoju są:

- **wzmocnienie relacji z najważniejszym segmentem klientów**, czyli z sieciami sklepów wielko powierzchniowych (supermarkety, hipermarkety),
- **utworzenie "corner shop"** - wydzielona powierzchnia (kilka do kilkudziesięciu metrów kwadratowych) w super czy hipermarkecie na której North Coast będzie mógł oferować swoje produkty w dowolnej konfiguracji. Da to możliwość wprowadzania szerszej gamy asortymentu niż może być dostępna na półce sklepu wielko powierzchniowego,
- **agresywna penetracja kanałów sprzedaży**, w których North Coast zaznaczył już swoją obecność, w szczególności dotyczy to mniejszych niezależnych sklepów detalicznych oraz hoteli i restauracji,
- **rozwój własnego kanału dystrybucji detalicznej** - specjalistycznych delikatesów z żywnością włoską.

Spółka obecnie planuje uruchomienie 5 tego typu sklepów w największych miastach Polski (Warszawa, Kraków, Poznań, Gdańsk, Wrocław). Sklepy mają być usytuowane w centrach miast lub najlepszych centrach handlowych. Według modelu sklep ma mieć powierzchnię ok. 150 m². Założeniem jest stworzenie miłej atmosfery do robienia zakupów oraz zdobycia zaufania klientów poprzez niezawodną jakość i dostępność szerokiej gamy asortymentu. Dodatkową zachętą dla klientów ma być możliwość bezpłatnej degustacji wielu produktów. W modelowym sklepie zorganizowana będzie część barowa gdzie będzie można zamówić gotowe dania, przygotowane z produktów dostępnych w sklepie, wypić kawę itp.

Przeznaczenie wpływów z emisji i plany inwestycyjne

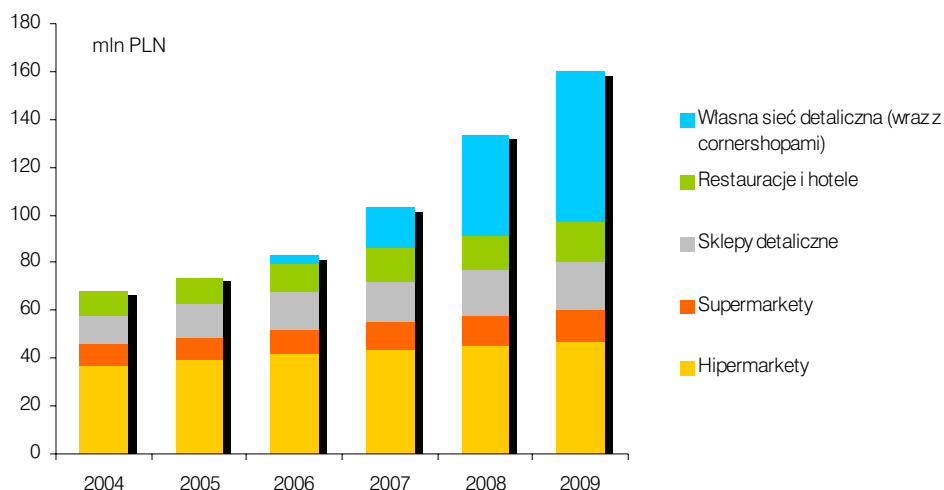
Wpływy z emisji łącznie ze środkami będącymi w dyspozycji spółki oraz ewentualnym kredytem bankowym, zarząd planuje przeznaczyć na następujące cele:

- **rozwój sieci regionalnych magazynów**: 24.4 mln PLN,
- **rozwój sieci sklepików typu „corner shop"**, w okresie 2006-2008 planowane jest otwarcie 56 sklepów typu „corner shop" na terenie Polski: 8.4 mln PLN,
- **rozwój niewielkiej sieci specjalistycznych sklepów spożywczych w oparciu o model "delikatesów"**, zajmujących się wyłącznie sprzedażą produktów typu "Made in Italy" importowanych przez North Coast: 3.2 mln PLN,
- **kapitał obrotowy** w związku z rozbudową magazynów i wiążącym się z tym wzrostem stanu zapasów oraz z wprowadzeniem nowych, korzystniejszych dla odbiorców warunków płatności -wzrost zaangażowania środków finansowych do końca 2008r. szacowany jest na 20-25 mln PLN,
- **inwestycje odtworzeniowe** ok. 2 mln PLN.

Prognozy wyników finansowych

W latach 2004-2005 przychody North Coast charakteryzowały się znacznym wzrostem (odpowiednio 23.6% i 8.1%). Oczekujemy, że rozbudowa sieci magazynów i związany z tym wzrost aktywności w tej części Polski, która dotychczas była słabo spenetrowana przez agentów NC (wybrzeże, Polska Zachodnia) pozwolą na zwiększenie obecnego tempa wzrostu przychodów w ciągu najbliższych kilku lat. Dodatkowym czynnikiem korzystnie wpływającym na sprzedaż spółki będzie otwarcie 5 delikatesów oraz zacieśnienie współpracy z supermarketami („corner shopy”).

Prognozowana struktura sprzedaży North Coast



Źródło: North Coast, Millennium DM

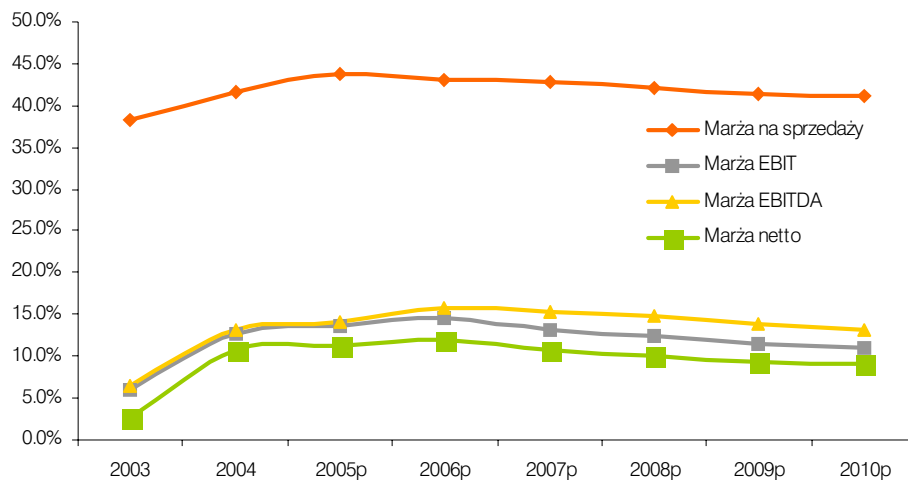
W naszych prognozach sprzedaży ostrożnie założyliśmy rozwój sieci sprzedaży oraz dochody przypadające na jeden delikates oraz punkt sprzedaży w supermarkecie na poziomie niższym niż założyła spółka o 10-20%. Prognozujemy, że w latach 2006-2008 (zakończenie pierwszego etapu rozbudowy sieci) przychody spółki będą wzrastać o 21.6% rocznie (spółka zakłada wzrost 25%). Po tym okresie zakładamy spadek dynamiki wzrostu do poziomu obecnie obserwowanego w North Coast (lata 2010-2012) i stopniowy spadek do poziomu 3.5% (2015).

Marże

Marża na sprzedaży brutto w North Coast wzrosła w latach 2002-2005 z 38.3 do 43.7%. Na poziom marż spółki korzystnie wpływały następujące czynniki:

- umocnienie się PLN wobec Euro, które w niewielkim stopniu zostało przełożone na klientów spółki
- spadek kosztów transportu po wejściu do Unii Europejskiej (wyeliminowanie przestojów na granicach), które z nawiązką zrekompensowało wzrost kosztów paliwa
- wyeliminowanie ceł, które korzystnie wpłynęło na rentowność sprzedaży

Prognozowane marże North Coast



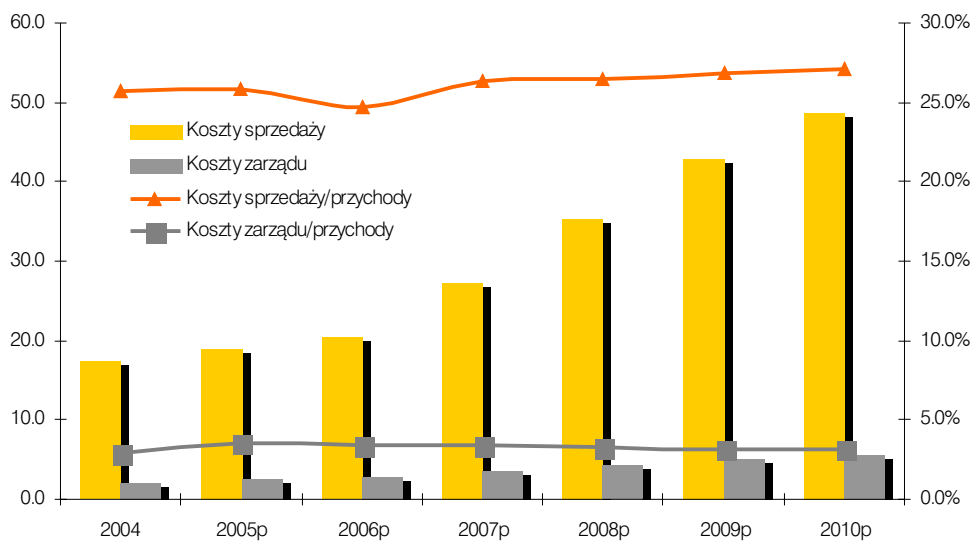
Źródło: North Coast, Millennium DM

Sądzymy, iż w kolejnych okresach umocnienie się PLN w dalszym ciągu będzie korzystnie wpływało na wyniki NC. Tym niemniej, oczekując zwiększenie konkurencji oraz konieczność walki o nowe rynki na terenie Polski spodziewamy się nieznacznego spadku marży brutto na sprzedaży. W latach 2006-2015 oczekujemy obniżenia tego wskaźnika z 43.2% w 2005 roku do 40%. W dalszym ciągu marża pozostanie jednak wysoka na tle innych spółek handlowych sektora detalicznego, co wynika z unikalności produktów spółki (małe dostawy, niewielka liczba firm operujących w tym segmencie rynku). Stabilizująco na poziom marży na sprzedaży będzie działał wzrost dochodów z własnej sieci detalicznej.

Budowa sieci delikatesów oraz wydatki związane z tworzeniem cornershopów oraz amortyzacja magazynów niekorzystnie wpłyną na poziom pozostałych marż operacyjnych spółki. Spodziewamy się spadku marży EBIT z poziomu 13.7% do 13.2% w 2007 roku i docelowo do 10% w 2015.

Wręcz ze wzrostem sieci sprzedaży, zwiększenia przychodów do innych dużych sieci detalicznych oraz rozbudowy bazy magazynowej należy oczekiwać wzrostu kosztów działalności spółki. Najsilniej rosnącymi pozycjami kosztów będzie amortyzacja oraz koszty operacyjne sieci detalicznej. W latach 2006-2008 spółka będzie musiała również ponieść koszty związane z tworzeniem „corner shopów” w supermarketach (ok. 150 tys. PLN na jeden punkt sprzedaży, w dużej części wydatki te będą amortyzowane).

Koszty działalności North Coast



Źródło: North Coast, Millennium DM

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy

Wzrost sprzedaży we własnej sieci niekorzystnie wpłynie na wskaźnik rotacji zapasów. Sądzymy także, że ekspansja terytorialna oraz zderzenie się z konkurencją na nowych obszarach zmusi spółkę do nieznacznego złagodzenia warunków płatności - wynikiem tego będzie wzrost wskaźnika rotacji należności. Konserwatywnie zakładamy nieznaczny spadek wskaźnika rotacji zobowiązań.

Wzrost rentowności

Szacujemy, że spółka wypracowała w 2005 roku wynik netto w wysokości 8.2 mln PLN (wzrost o 12% r/r). Na lata 2006 i 2007 przewidujemy wzrost dochodów o do odpowiednio 9.9 i 11.2 mln PLN (20% i 13% - spółka zakłada wzrost wyników do 10.8 mln PLN w 2006 roku i 14.1 mln PLN w 2007). Głównymi czynnikami, które wpłyną na poprawę zyskowności będą:

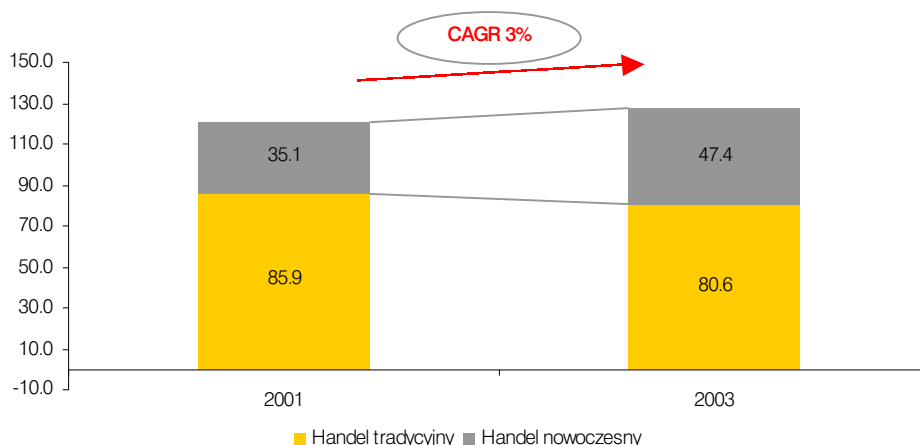
- wzrost sprzedaży dzięki rozbudowie sieci magazynów i zwiększeniu skali działalności
- silniejsza penetracja segmentu mniejszych supermarketów i niezależnych sklepów detalicznych, pozwalająca na wzrost sprzedaży przy zachowaniu odpowiedniej marży
- wzrost sprzedaży do klientów sektora HoReCa
- utworzenie „corner shopów” przy największych hipermarketach i supermarketach
- rozpoczęcie działalności przez delikatesy
- umacnianie się PLN wobec Euro, pozwalające na pewną elastyczność w kwestii marży

Otoczenie rynkowe

Rynek FMCG w Polsce

Wartość polskiego rynku FMCG szacowana jest obecnie na ok. 135 mld PLN. Dominującą pozycję na tym rynku zajmuje żywność i napoje bezalkoholowe, na które przypada ok. 72 % sprzedaży. Od 2001 roku rynek ten wzrastał średniorocznie o 3%. Jak wynika z danych GUS, w 2004 r. handel hurtowy towarami FMCG zanotował znaczny wzrost sprzedaży. Artykułów żywnościowych sprzedano o 6.2% więcej niż rok wcześniej (dynamika liczona w cenach bieżących). Inaczej prezentuje się sytuacja w podziale na kanał nowoczesny i tradycyjny. Według naszych obliczeń, wartość rynku FMCG obsługiwane go za pomocą tradycyjnych kanałów dystrybucji spadła o 4.6% podczas gdy wartość obrotów dokonanych za pomocą nowoczesnych kanałów dystrybucji wzrosła o 31.3%. Jest to zjawisko normalne biorąc pod uwagę rozwój hiper i supermarketów jak i zmianę preferencji konsumentów co do miejsca robienia zakupów. W przyszłości spodziewamy się wolniejszego wzrostu znaczenia nowoczesnej dystrybucji głównie za sprawą spadającej dynamiki przyrostu liczby placówek wielkopowierzchniowych, która to w okresie 2001-2003 wzrosła aż o 46%.

Rynek FMCG w Polsce (mld PLN)



Źródło: CAL; Millennium Dom Maklerski S.A.

Na polskim rynku działa obecnie ok. 119 tys. sklepów spożywczych, potencjalnych klientów North Coast.

Czynniki demograficzne

Ze względu na strategię North Coast polegającą na koncentrowaniu w przyszłości swojej działalności w dużych miastach, czynniki demograficzne będą miały wpływ na przyszły rozwój sieci hurtowni i sklepów detalicznych tej spółki. Można stwierdzić, że obecna struktura zaludnienia w Polsce (stosunkowo mała koncentracja ludności w dużych aglomeracjach) ma pozytywny wpływ na rozwój spółki North Coast. W długim okresie wystąpi efekt migracji z mniejszych miast do dużych, co korzystnie wpłynie na popyt na produkty spożywcze w dużych aglomeracjach. Biorąc pod uwagę czynniki makroekonomiczne (prognozowany wzrost PKB) oczekujemy wzrostu zamożności społeczeństwa co wpłynie korzystnie na wzrost popytu na dobra luksusowe.

Kanały dystrybucji

Rynek produktów o szybkiej rotacji FMCG podzielić można na dwa kanały dystrybucji:

- kanał tradycyjny - małe, średnie i duże sklepy spożywcze, sklepy specjalistyczne oraz chemiczno kosmetyczne,
- kanał nowoczesny - sklepy o powierzchni sprzedaży powyżej 300 m² (głównie hiper i supermarkety oraz sklepy dyskontowe).

Obecnie wartościowy udział tradycyjnych kanałów dystrybucji w Polsce wynosi 63%, przy czym cechuje się on tendencją spadkową (71% w 2001 roku). Według prognoz przeprowadzonych przez firmę CAL udział handlu tradycyjnego powinien spaść do ok. 50% w latach 2008-2010.

Należy pamiętać, że nowoczesna dystrybucja oznacza niższe marże dla pośredników. Biorąc pod uwagę fakt, że nowoczesna dystrybucja stanowi ponad 50% obrotów North Coast można uznać, że źródła przychodów są zdywersyfikowane. Dzięki temu przychody spółki będą mniej wrażliwe na zmiany znaczenia poszczególnych kanałów dystrybucji. W przypadku wzrastania znaczenia nowoczesnej dystrybucji spółka będzie generowała wyższe przychody przy niższych marżach.

Rynek dystrybucji hurtowej

Obecnie działa w Polsce ok. 7 - 8 tys. hurtowni z których jak szacujemy prawie 2 tys. będzie zmuszonych zamknąć swoją działalność do 2008 roku stwarzając szansę hurtowniom, które przetrwają na zwiększenie swojego udziału w rynku. Większość firm to głównie drobne, lokalne hurtownie wielobranżowe. Głównym powodem zamykania hurtowni jest presja konkurencyjna oraz rosnące wymagania (np. w zakresie higieny), którym bardzo często małe, lokalne hurtownie nie są w stanie sprostać. Oferta małych hurtowni wielobranżowych nie jest w stanie konkurować cenowo i jakościowo z dużymi sieciami, które oferują zazwyczaj szerszą gamę produktów po niskich cenach. Nieco inna sytuacja dotyczy hurtowni specjalistycznych, które nie rywalizują ceną z hurtowniami sieciowymi, a ich przewagą konkurencyjną stanowi szeroki asortyment w ramach małego segmentu rynku oraz jego dokładna znajomość i wysoka jakość obsługi.

Segment hurtowni żywności włoskiej

W segmencie rynku wysoko wyspecjalizowanych hurtowni oferujących produkty dla sektora FMCG istnieje kilka podmiotów krajowych funkcjonujących w oparciu o ten sam model biznesowy co North Coast. Z uwagi na małe rozmiary tych spółek i ich niepubliczny charakter niedostępne są precyzyjne dane dotyczące rozmiaru ich działalności. Należy zauważyć, że żadna z firm konkurencyjnych nie dysponuje porównywalnym portfelem produktów pod względem ilości oferowanego asortymentu i rozpoznawalności poszczególnych marek. Bezpośrednio w tym segmencie rynku nie występuje żaden znaczący podmiot zagraniczny. Nie jest wykluczone, że duży gracz międzynarodowy może być wkrótce zainteresowany wejściem na polski rynek.

Sprawozdania finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody netto	67.7	73.2	83.0	103.1	133.2	159.9
koszty wytworzenia	39.5	41.2	47.2	58.9	77.2	93.6
zysk brutto na sprzedaży	28.2	32.0	35.7	44.2	56.0	66.3
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	19.4	21.5	23.4	30.7	39.6	48.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.2	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0.1
EBITDA	8.9	10.4	13.1	15.7	19.7	22.3
EBIT	8.6	10.1	12.2	13.6	16.5	18.4
saldo finansowe	0.6	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1
zysk przed opodatkowaniem	9.2	10.2	12.2	13.8	16.5	18.5
podatek dochodowy	1.9	1.9	2.3	2.6	3.1	3.5
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	7.3	8.2	9.9	11.2	13.4	15.0
EPS	0.29	0.33	0.31	0.35	0.42	0.47

Bilans (mln PLN)

	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
aktywa trwałe	1.2	4.8	20.8	27.6	31.3	29.2
wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
rzeczowe aktywa trwałe	1.1	4.5	20.5	27.3	31.0	28.9
inwestycje długoterminowe	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
aktywa obrotowe	24.5	28.2	40.2	44.6	57.9	73.2
zapasy	8.5	9.5	11.8	14.9	19.7	24.1
należności	14.4	15.5	21.6	26.8	35.0	42.4
inwestycje krótkoterminowe	0.3	2.1	5.7	1.8	2.1	5.6
rozliczenia międzyokresowe	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
aktywa razem	25.7	33.0	60.9	72.2	89.2	102.4
kapitał własny	9.1	13.8	46.0	53.9	63.6	74.1
zobowiązania	16.6	19.2	14.9	18.3	25.6	28.3
zobowiązania długoterminowe	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
zobowiązania krótkoterminowe	15.5	18.5	14.2	17.6	25.0	27.6
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
pasywa razem	25.7	33.0	60.9	72.2	89.2	102.4
BVPS	0.4	0.6	1.4	1.7	2.0	2.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)						
	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	7.3	8.2	9.9	11.2	13.4	15.0
amortyzacja	0.3	0.3	0.9	2.1	3.3	4.0
zmiana kapitału obrotowego	-5.0	-2.3	-6.0	-4.9	-7.7	-7.1
gotówka z działalności operacyjnej	1.8	5.2	4.8	8.2	8.9	11.7
inwestycje (capex)	-0.2	-3.7	-16.9	-8.9	-7.0	-1.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-0.2	-3.7	-16.9	-8.9	-7.0	-1.9
wypłata dywidendy	4.4	3.2	2.7	3.3	3.7	4.4
emisja akcji	0.0	0.0	25.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-3.1	2.7	-6.0	0.0	2.0	-2.0
gotówka z działalności finansowej	-1.6	-0.4	16.3	-3.1	-1.7	-6.3
zmiana gotówki netto	-0.1	1.2	4.2	-3.8	0.3	3.5
DPS	0.18	0.13	0.08	0.10	0.12	0.14
CEPS	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
FCFPS	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1

Wskaźniki (%)						
	2004	2005p	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	23.6	8.1	13.3	24.3	29.2	20.0
zmiana EBITDA	-29.6	16.3	26.2	19.7	25.6	13.2
zmiana EBIT	0.4	16.5	21.4	11.3	21.2	11.5
zmiana zysku netto	33.6	12.0	20.1	12.9	19.8	12.0
marża EBITDA	13.2	14.2	15.8	15.2	14.8	14.0
marża EBIT	12.8	13.7	14.7	13.2	12.4	11.5
marża netto	10.9	11.2	11.9	10.8	10.0	9.4
sprzedaż/aktywa (x)	263.3	221.9	136.3	142.9	149.3	156.1
dług / kapitał (x)	38.3	43.4	0.0	0.0	3.1	0.0
odsetki / EBIT	7.0	1.0	-0.1	1.3	0.2	0.6
stopa podatkowa	20.5	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	97.7	71.9	33.0	22.3	22.8	21.7
ROA	32.6	28.0	21.0	16.8	16.6	15.6
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-3.1	-4.5	5.7	1.8	0.1	5.6

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Analityk
hotele, motoryzacja, przemysł spożywczy
budownictwo, media

Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Analityk
informatyka, Internet

Wojciech Wasilewski

+22 598 26 59
wojciech.wasilewski@millenniumdm.pl

Asystent

Łukasz Hejak

+22 598 26 27
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka

+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększonego o amortyzację na akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Stosowane metody wyceny

Raport sporządzony jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję oferującego w trakcie publicznej emisji akcji spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu i z tego tytułu otrzyma bądź otrzymał wynagrodzenie. Pomiędzy spółkami wchodzącymi w skład Grupy Kapitałowej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu a Bankiem Millennium S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) mogły zostać podpisane umowy o charakterze komercyjnym. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Pozostałe informacje

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, Echo, BRE Bank, Computerland, Zrew, Prosper, Ciech, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Echo, Jupiter, Ciech, Telekomunikacja Polska, Zrew, Lotos, Broker FM, Optimus, Redan, PKN Orlen, Prosper, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Śrubex, Getin, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Gield. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły raport, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Raport nie zawiera i nie jest również próbą przedstawienia wszelkich istotnych informacji o spółce będącej jego przedmiotem. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść raportu nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2005 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	24%
Akumuluj	9	36%
Neutralnie	7	28%
Redukuj	3	12%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	2	29%
Akumuluj	5	71%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*