



30.03.2016r.

Potencjalna akwizycja?

W niniejszym raporcie aktualizujemy prognozy wyników spółki oraz jej wycenę. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową na dzień 30/09/2016 na poziomie 4,09 PLN za akcję. W roku 2015 dzięki optymalizacji produkcji, rozszerzeniu asortymentu, utrzymaniu silnej pozycji w sieciach handlowych i rozwojowi dystrybucji w kanale tradycyjnym, spółka zrealizowała prognozę przychodów osiągając obroty 1 mld PLN oraz utrzymała wysoką rentowność. Biorąc pod uwagę stabilny trend w spożyciu mięsa wieprzowego, sprzyjające prognozy cen surowca oraz zapowiadaną akwizycję, pozytywnie oceniamy perspektywy ZM Henryk Kania.

Kolejny bardzo dobry kwartał dzięki wdrożeniu strategii na lata 2014-2018

ZM Henryk Kania zakończyły 2015r. przychodami powyżej 1 mld PLN utrzymując wysokie marże operacyjne dzięki prowadzonym dotychczas działaniom w zakresie: rozszerzenia asortymentu o produkty plastrowane i parówki; kontynuacji sprzedaży w kanale nowoczesnym, rozpoczęciu sprzedaży w kanale tradycyjnym oraz dzięki korzystnemu otoczeniu surowcowemu. W 4Q15 spółka pierwszy raz zaraportowała pozytywne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (CFO w 4Q15 = +19,9 mln PLN vs. -1,8 mln PLN w 4Q14). Kwartałne przychody wzrosły do 256,7 mln PLN (+26% r/r), marża EBITDA wyniosła 7,5% (vs. 7,6% w 4Q14), zaś marża netto 5,9% (vs. 5,8% w 4Q14).

Zarząd oczekuje 1,3 mld PLN przychodów w 2016r. i 1,7 mld PLN w 2018r.

Zarząd oczekuje powtórzenia wysokiej dynamiki przychodów poprzez rozwój organiczny oraz przejęcie przedsiębiorstwa, które ma zostać sfinalizowane w 2016r. Strategia spółki zakłada osiągnięcie w 2016r. przychodów na poziomie 1,3 mld PLN oraz 1,7 mld PLN w 2018r. Biorąc pod uwagę ambitne plany dotyczące dynamiki eksportu, który zgodnie z zapowiedziami w 2016r. ma wynieść 8% z prognozowanego 1,3 mld PLN czyli ok. 104 mln PLN (+101% r/r), przewidujemy, iż celem inwestycyjnym może to być spółka skupiona na sprzedaży eksportowej lub jak wcześniej zapowiadano firma dystrybucyjna na terenie UE.

Korzystne otoczenie surowcowe i niewielki spadek spożycia wieprzowiny w Polsce

Perspektywom ZM Henryk Kania w średnim terminie sprzyja korzystne otoczenie surowcowe. Według ARR na koniec 1H16 ceny żywca wieprzowego w skupie mają oscylować w przedziale 4,10-4,30 PLN za kg i nieznacznie wzrosnąć do 4,20-4,50 PLN za kg w grudniu 2016r. Według IERiGŻ – PIB w 2015r. spożycie mięsa wieprzowego w Polsce wyniosło ok. 40 kg na mieszkańca. Szacuje się, że w 2016r. spożycie spadnie do ok. 39 kg. co jest poziomem porównywalnym do 2014r. (39,1 kg na mieszkańca).

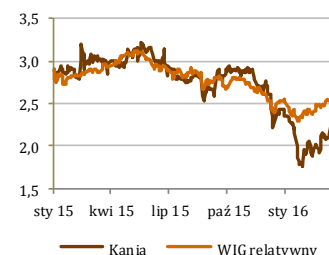
Wycena

W oparciu o metodę DCF i analizę porównawczą (50/50) dokonaliśmy wyceny spółki ZM Henryk Kania szacując jej wartość na 483,4 mln PLN, co przekłada się na cenę docelową na dzień 30/09/16 na poziomie 4,09 PLN. Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę perspektyw spółki, oraz naszą wycenę przewyższającą aktualną wycenę rynkową (premia w wartości 86,8%) rekomendujemy kupno akcji ZM Henryk Kania. Aktualnie walory spółki są wycenianie przy wskaźniku 2016P P/E = 5,9 x oraz 2016P EV/EBITDA = 5,8x. Niniejsza wycena nie uwzględnia zapowiadanej przez Zarząd akwizycji, niemniej jednak wskazujemy, iż ewentualne przejęcie może stanowić potencjał wzrostu wyników w latach 2016-18P.

Rekomendacja	KUPUJ
Cena docelowa na 30/09/2016 (PLN)	4,09
Poprzednia cena docelowa (PLN)	4,03
Premia/dyskonto	86,8%
Cena aktualna na 30/03/2015 (PLN)	2,19
Kapitalizacja (mln PLN)	274,2
Cena max (52 tyg.)	3,27
Cena min (52 tyg.)	1,75
Śr. dzienny obrót (m PLN)	0,17

Akcjonariat

Bogden Limited	60,4%
Dalmairena	12,7%
Pozostali	26,9%



	Przychód (m PLN)	EBITDA (m PLN)	EBIT (m PLN)	Zysk netto (m PLN)	Dług netto (m PLN)	EPS (PLN)*	BVPS (PLN)	P/E (x)*	P/S (x)	P/BV (x)	EV/EBITDA (x)*	Dług netto/EBITDA (x)
2013	606	30	24	15	133	0,1	1,2	32,1	0,8	3,2	20,6	4,4
2014	848	56	48	32	161	0,3	1,4	11,4	0,4	2,0	9,4	2,9
2015	1 027	71	63	41	211	0,3	1,8	6,6	0,3	1,2	6,8	3,0
2016P	1 233	83	74	46	206	0,4	2,1	5,9	0,2	1,0	5,8	2,5
2017P	1 443	96	86	57	196	0,5	2,6	4,8	0,2	0,8	4,9	2,0
2018P	1 659	107	98	71	162	0,6	3,2	3,8	0,2	0,7	4,1	1,5

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.

Profil Spółki:

Przedmiotem działalności ZM Henryk Kania jest przetwórstwo mięsne. Produkty są sprzedawane pod markami: Henryk Kania, Polskie Snaki, Kabanoski, Maestro i pod markami własnymi sieci, z którymi Spółka współpracuje. Głównymi odbiorcami są sieci handlowe min. Biedronka, Lidl, Netto, Kaufland i Makro.

Adrianna Kocięda

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



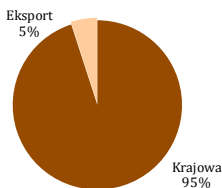
KANIA		Wskaźniki	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Rekomendacja	KUPUJ	P/E (x)	11,4	6,6	5,9	4,8	3,8
Cena docelowa (PLN):	4,09	P/E skor. (x)	11,4	6,6	5,9	4,8	3,8
Cena aktualna (PLN):	2,19	P/BV (x)	2,0	1,2	1,0	0,8	0,7
Potencjał wzrostu	86,8%	EV / EBITDA (x)	9,4	6,8	5,8	4,9	4,1
Poprzednia cena docelowa (PLN)	4,03	EV / EBITDA skor. (x)	9,4	6,8	5,8	4,9	4,1
Zmiana ceny docelowej	1,5%	EV/Sprzedaż	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
		FCF Yield (%)	-5,1%	5,2%	7,4%	14,1%	18,8%
		DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bloomberg ticker		Wskaźniki finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P
	KAN PW	Marża EBITDA	6,5%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%
		Marża netto	3,7%	4,0%	3,7%	4,0%	4,3%
		Capex / Przychody (x)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
liczba akcji (mln)	125	Dług netto / EBITDA (x)	2,9	3,0	2,5	2,0	1,5
Kapitalizacja (mln PLN)	274	EBITDA / Odsetki (x)	8,1	8,4	3,8	4,5	6,4
Dług netto na 31/12/15 (PLN)	211	ROE	19,2%	20,8%	19,0%	19,5%	19,8%
EV (PLN)	485	ROA	6,9%	7,5%	7,1%	8,0%	9,0%

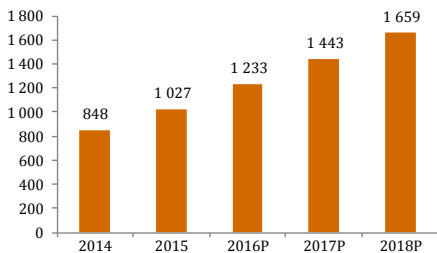
Akcjonariat	
Bogden Limited	60,4%
Dalmajrena	12,7%
Pozostali	26,9%

Analitik	
Adrianna Kocięda	
+ 48 22 201 97 66	
adrianna.kocieda@nwai.pl	

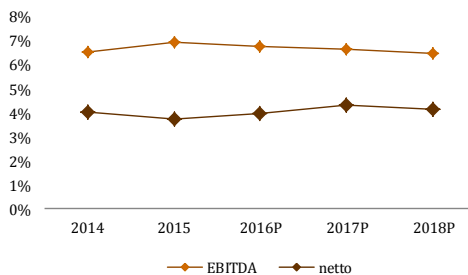
Struktura przychodów w 2015



Przychody (mln PLN)



Rentowność



Rachunek zysków i strat (mln PLN)		2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody		848	1 027	1 233	1 443	1 659
% zmiana		40%	21%	20%	17%	15%
Zysk na sprzedaży		46	64	74	86	99
% zmiana		87%	38%	16%	17%	15%
% marża		5,4%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortyzacja		7	8	9	10	10
EBITDA		56	71	83	96	107
% zmiana		83%	28%	17%	15%	12%
% marża		6,5%	6,9%	6,8%	6,7%	6,5%
EBIT		48	63	74	86	98
% zmiana		105%	31%	17%	17%	13%
% marża		5,7%	6,2%	6,0%	6,0%	5,9%
Saldo finansowe		(9)	(11)	(17)	(16)	(10)
Zysk brutto		40	52	57	71	88
Podatek		8	11	11	13	17
Działalność zaniechana		-	-	-	-	-
Zyski mniejszości		0	0	0	0	0
Zysk netto		32	41	46	57	71
Zysk netto skor.		32	41	46	57	71
EPS (PLN)		0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
EPS skor. (PLN)		0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
DPS (PLN)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik stopy wypłat dywidendy		0%	0%	0%	0%	0%
liczba akcji (mln)		125,2	125,2	125,2	125,2	125,2

Rachunek przepł. pieniężnych (mln PLN)		2014	2015	2016P	2017P	2018P
Zysk brutto		40	52	57	71	88
Amortyzacja		7	8	9	10	10
Pozostałe niegotówkowe		(3)	1	16	10	4
Przeplwy gotówkowe		47	60	66	80	98
Zmiany w kapitale obrotowym		(45)	(84)	(44)	(47)	(38)
Przeplwy z działalności operacyjnej		(1)	(23)	38	43	63
CAPEX		(10)	(6)	(12)	(12)	(12)
Akwizycje		0	0	0	0	0
Pozostałe		0	0	0	0	0
Przeplwy z działalności inwestycyjnej		(10)	(6)	(12)	(12)	(12)
Wpływ z tyt. emisji akcji		0	0	0	0	0
Kredyty i pożyczki		17	40	(4)	(10)	(37)
Dywidenda / buyback		0	0	0	0	0
Odsetki zapłacone		(7)	(8)	(22)	(21)	(17)
Pozostałe		0	0	0	0	0
Przeplwy z działalności finansowej		10	31	(26)	(31)	(54)
Przeplwy pieniężne netto		(0)	3	1	(0)	(2)

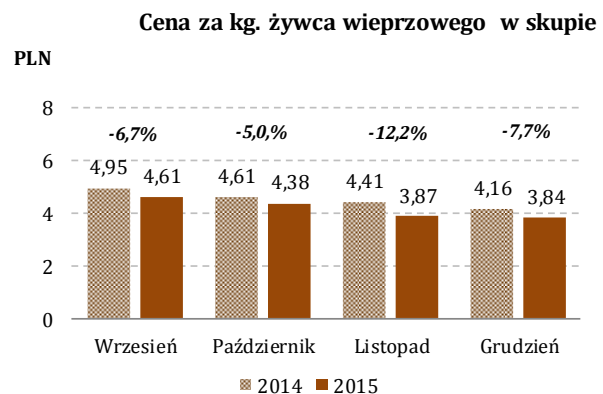
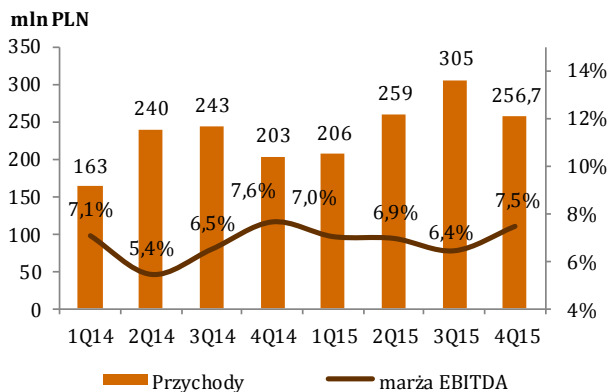
Bilans (mln PLN)		2014	2015	2016P	2017P	2018P
Aktywa		498	610	683	760	824
Rzeczowe aktywa trwałe		121	135	137	139	142
WNIP		40	39	39	39	39
Zapasy		68	81	107	133	150
Należności handlowe		137	223	265	310	357
Srodki pieniężne		0	3	4	4	1
Pasywa		498	610	683	760	824
Kapitał		178	220	266	323	395
Długoterminowe zobowiązania finansowe		115	113	163	133	116
Krótkoterminowe zobowiązania finansowe		46	101	47	67	47
Zobowiązania handlowe		111	118	142	167	192
Dług netto		161	211	206	196	162

Podsumowanie wyników za 4Q15

ZM Henryk Kania zakończyły 2015r rok przychodami powyżej 1 mld PLN utrzymując atrakcyjne marże. W 4Q15 spółka pierwszy raz zaraportowała pozytywne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.

- Przychody w 4Q15 wzrosły do 256,7 mln PLN (+26% r/r), przy czym sprzedaż do Biedronki wyniosła 127,2 mln PLN (+22% r/r; -0,0% q/q).
- Eksport w całym 2015r. kształtował się na poziomie 51,7 mln PLN (+25,6% r/r), w 4Q15 wyniósł 11,8 mln PLN (-10,9% r/r).
- Marża EBITDA w 4Q15 wyniosła 7,5% (vs. 7,6% w 4Q14), marża EBIT w 4Q15 wyniosła 7,0% (vs. 6,7% w 4Q14).
- Udział zużycia kosztów materiałów i energii w przychodach ogółem w 4Q15 wyniósł 63% vs. 66% w 4Q14. Czynniki, które na to wpłynęły to: (i) korzystne otoczenie surowcowe; (ii) optymalizacja kosztowa.

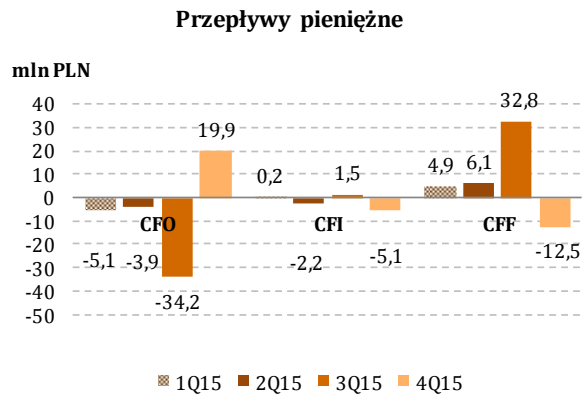
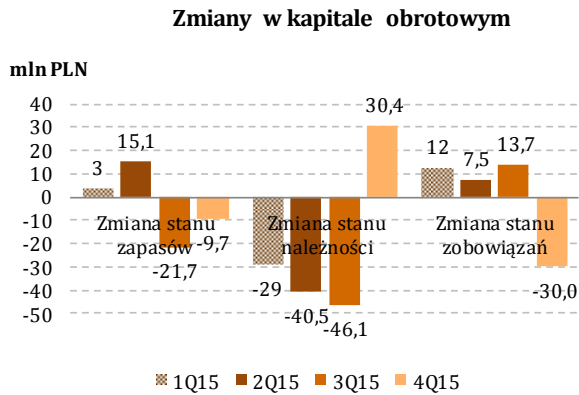
ZM Henryk Kania - kwartalne wyniki finansowe (wykres lewy); Ceny skupu żywca wieprzowego (wykres prawy)



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

- CFO za 4Q15 wyniósł +19,9 mln PLN (vs. -1,8 mln PLN w 4Q14). Do poprawy przepływów przyczyniło się min. skrócenie cyklu zapasów.
- Zadłużenie netto na koniec 4Q15 wyniosło 210,9 mln PLN, co implikuje wskaźnik 2015 Dług netto/EBITDA = 2,96x.
- Na koniec 2015r. wskaźnik ogólnego zadłużenia wyniósł 0,64 (vs. 0,64 na koniec 2014r.).

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



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

Podsumowanie wyników kwartalnych

mln PLN	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	r/r	q/q
Przychody	203,4	206,3	259,4	305,0	256,7	26%	-16%
Koszty działalności operacyjnej	191,2	193,7	242,0	285,7	242,4	27%	-15%
Zysk ze sprzedaży	12,2	12,6	17,4	19,3	14,3	17%	-26%
marża brutto	6,0%	6,1%	6,7%	6,3%	5,6%		
EBITDA	15,5	14,5	18,0	19,6	19,1	23%	-2%
marża EBITDA	7,6%	7,0%	6,9%	6,4%	7,5%		
EBIT	13,6	12,5	16,0	16,9	17,9	31%	6%
marża EBIT	6,7%	6,1%	6,2%	5,5%	7,0%		
Zysk netto	11,8	8,8	6,5	10,9	15,3	29%	40%
marża netto	5,8%	4,2%	2,5%	3,6%	5,9%		
Przepływy z działalności operacyjnej	-1,8	-5,1	-3,9	-34,2	19,9		
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,6	0,2	-2,2	1,5	-5,1		
Przepływy z działalności finansowej	7,0	4,9	6,1	32,8	-12,5		
Przepływy pieniężne netto	-0,4	0,1	0,0	0,1	2,4		
Dług netto	160,6	171,2	185,5	222,9	210,9	31%	-5%
Dług netto/ EBITDA	2,89	2,93	2,91	3,29	2,96		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,64	0,64	0,65	0,67	0,64		

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

Podsumowanie inwestycyjne

Wycena

W oparciu o metodę DCF i analizę porównawczą (50/50) dokonaliśmy wyceny spółki ZM Henryk Kania szacując jej wartość na 483,4 mln PLN, co przekłada się na cenę docelową na dzień 30/09/16 na poziomie 4,09 PLN. Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę perspektywy spółki, oraz naszą wycenę przewyższającą aktualną wycenę rynkową (premia w wartości 86,8%) rekomendujemy kupno akcji ZM Henryk Kania. Aktualnie walory spółki są wyceniane przy wskaźniku 2016P P/E = 5,9 x oraz 2016P EV/EBITDA = 5,8x. Niniejsza wycena nie uwzględnia zapowiadanej przez Zarząd akwizycji, niemniej jednak wskazujemy, iż ewentualne przejście może stanowić potencjał wzrostu wyników w latach 2016-18P.

Metoda	Waga wyceny	Wartość Spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Cena docelowa 1 akcji na 30/09/2016 (PLN)
DCF	50%	473,5	3,78	4,01
Porównawcza	50%	493,2	3,94	4,17
		483,4	3,86	4,09
Cena aktualna				2,19
Premia/dyskonto do ceny docelowej				86,8%

Źródło: Prognozy NWAI Dom Maklerski

Wycena metodą porównawczą

W oparciu o metodę porównawczą oszacowaliśmy wartość spółki na 493,2 mln PLN, co przekłada się na cenę docelową na dzień 30/09/16 w wysokości 4,17 PLN za akcję. Wycenę metodą porównawczą oparliśmy na medianach wskaźników EV/EBITDA oraz P/E spółek prowadzących podobną działalność do ZM Henryk Kania. Wskaźniki skalkulowaliśmy bazując na konsensusie prognoz rynkowych na lata 2016-18P. Metodzie porównawczej w całkowitej wycenie wartości spółki ZM Henryk Kania nadaliśmy wagę 50%.

Wycena metodą porównawczą

	Ticker Bloomberg	Kurs	Kapitalizacja	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
					2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Tarczyński	TAR PW	14,1	160,1	PLN	9,3	8,1	7,7	5,8	5,5	5,2
HKScan OYJ-A	HKSAV FH	3,2	173,3	EUR	10,6	10,1	6,8	4,1	3,8	3,5
Hilton Food Group	HFG LN	5,2	372,8	GBP	19,8	16,3	15,0	8,0	7,4	7,2
Bell AG	BELL SW	3 756,0	1 502,4	CHF	14,4	14,2	14,0	7,0	6,7	6,7
TER Beke SA	TERB BB	100,9	174,8	EUR	14,7	12,9	9,7	6,4	6,2	4,7
Atria PLC	ATRAV FH	8,7	243,5	EUR	10,4	9,5	9,2	5,3	5,0	5,0
Mediana					12,5	11,5	9,4	6,1	5,8	5,1
ZM Henryk Kania	KAN PW	2,2	274,2	PLN	5,9	4,8	3,8	5,8	4,9	4,1
Wycena 1 akcji ZM Henryk Kania (PLN)		3,94			4,6	5,3	5,4	2,4	2,9	3,1
Cena docelowa na 30/09/16 (PLN)		4,17								
Cena aktualna (PLN)		2,19								
Premia / dyskonto		90,6%								

Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg

Wycena DCF

W oparciu o metodę DCF dokonaliśmy wyceny spółki ZM Henryk Kania szacując jej wartość na 473,5 mln PLN, co implikuje cenę docelową na dzień 30/09/16 na poziomie 4,01 PLN oraz premię w wartości 83% w stosunku do aktualnej ceny rynkowej na poziomie 2,19 PLN. Metodzie DCF w całkowitej wycenie wartości spółki ZM Henryk Kania nadaliśmy wagę 50%.

Kania - model DCF (mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Okres rezydualny
Przychody	1 233	1 443	1 659	1 709	1 743	1 778	1 813	1 849	1 886	1 924	
zmiana r/r	20,0%	17,0%	15,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBIT	73,9	86,4	97,8	98,6	97,1	95,5	93,8	95,7	98,7	99,2	
marża EBIT	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPAT	59,9	70,0	79,2	79,9	78,7	77,4	76,0	77,5	79,9	80,3	
+ Amortyzacja	9,4	9,5	9,7	9,9	10,1	10,2	10,4	10,6	10,8	11,1	
- CAPEX	(11,5)	(11,8)	(12,2)	(12,6)	(12,7)	(12,8)	(12,9)	(13,1)	(13,2)	(13,3)	
- Zmiana w kapitale obrotowym	(43,6)	(47,3)	(38,0)	(25,7)	(21,8)	(22,6)	(23,4)	(22,6)	(21,6)	(20,3)	
FCFF	14,2	20,4	38,7	51,5	54,3	52,2	50,1	52,4	55,9	57,8	58,7
Stopa wolna od ryzyka	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
Premia za ryzyko inwestycji w akcje	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta odlewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Beta lewarowana	1,8	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
Koszt kapitału	11,9%	11,1%	10,2%	9,6%	9,3%	9,1%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%	
Waga kapitału	55,9%	61,8%	70,8%	78,2%	82,6%	86,4%	87,3%	89,0%	90,7%	93,2%	
Koszt długu przed podatkiem	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt długu po podatku	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	
Waga długu	44,1%	38,2%	29,2%	21,8%	17,4%	13,6%	12,7%	11,0%	9,3%	6,8%	
WACC	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Wartość bieżąca FCFF	13,6	18,1	31,7	38,9	37,8	33,6	29,7	28,7	28,2	26,9	
Wartość bieżąca FCFF (2016-25P)	287,1										
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1,5%										
Wartość rezydualna	853,2										
WACC w okresie rezydualnym	8,4%										
Wartość bieżąca w okresie rezydualnym	397,3										
EV	684,4										
Dług netto na koniec 2015r.	210,9										
Inne korekty	0,0										
Wycena DCF	473,5										
Liczba akcji (mln)	125,2										
Wycena 1 akcji (PLN)	3,78										
Cena docelowa na 30/09/16 (PLN)	4,01										
Cena aktualna (PLN)	2,19										
premia / dyskonto do ceny docelowej	83%										

Źródło: Szacunki NWA I Dom Maklerski

Analiza wrażliwości

		g				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	6,9%	3,59	3,80	4,05	4,33	4,66
	7,4%	3,58	3,79	4,03	4,32	4,65
	7,9%	3,56	3,78	4,02	4,30	4,63
	8,4%	3,55	3,76	4,01	4,29	4,62
	8,9%	3,54	3,75	3,99	4,28	4,60
	9,4%	3,53	3,74	3,98	4,26	4,59
	9,9%	3,51	3,73	3,97	4,25	4,57

Źródło: Szacunki NWA I Dom Maklerski

Założenia do prognoz finansowych

Zmiany w prognozach

Po przeanalizowaniu wyników za 2015r. dokonaliśmy rewizji wybranych założeń do prognoz. Większość zmian w naszych szacunkach wynika głównie z nieznacznego obniżenia prognoz przychodów (1,5%) przy niezmienionej prognozie rentowności.

- **Przychody** – Przychody raportowane w 2015r. wyniosły 1,027 mln PLN i były nieznacznie niższe od szacowanych przez nas 1,043 mln PLN. W związku z tym pozostawiliśmy dynamiki wzrostu przychodów na poprzednio prognozowanym poziomie, co przełożyło się na obniżenie prognozowanych przychodów w latach 2016-18P o ok. 1,5%.
- **Rentowność** – Marże operacyjne i netto pozostały praktycznie na niezmienionym poziomie. Nieznacznie zmiany marż (o 0,1pp) wynikają z korekty poziomu kosztów min. wartość sprzedanych towarów i materiałów.
- **Dług netto** – Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w 2015r. wyniosło 84,2 mln PLN przekraczając prognozowany przez nas poziom 62,8 mln PLN. W związku z tym podwyższyliśmy poziomy prognoz zapotrzebowania na kapitał obrotowy w latach 2016-18P, co w konsekwencji przełożyło się podwyższenie prognozowanego poziomu zadłużenia netto.

	2016P			2017P			2018P		
	Aktualna	Poprzednia	Zmiana	Aktualna	Poprzednia	Zmiana	Aktualna	Poprzednia	Zmiana
Przychody	1 233	1 252	-1,5%	1 443	1 465	-1,5%	1 659	1 685	-1,5%
EBIT	74	75	-1,4%	86	87	-0,7%	98	100	-2,2%
marża EBIT	6,0%	6,0%		6,0%	5,9%		5,9%	5,9%	
EBITDA	83	84	-0,8%	96	97	-1,1%	107	102	5,4%
marża EBITDA	6,8%	6,7%		6,7%	6,6%		6,5%	6,1%	
zysk netto	46	47	-1,7%	57	59	-2,7%	71	74	-3,8%
marża netto	3,7%	3,8%		4,0%	4,0%		4,3%	4,4%	
dług netto	206	182	13,1%	196	166	18,2%	162	119	35,8%

Źródło: Szacunki Nwai Dom Maklerski

Przychody – prognoza DM Nwai nie uwzględnia akwizycji

Oczekujemy, iż ZM Henryk Kania, będąc w fazie dynamicznego rozwoju, w najbliższych latach skokowo zwiększy sprzedaż. Prognozowany przez nas CAGR przychodów na przestrzeni lat 2015-2018P wynosi 17,3%.

Według prognozy Zarządu przychody w 2016r. osiągną poziom 1,3 mld PLN (+26% r/r) . Na wzrost sprzedaży ma pozytywnie wpłynąć min. wyższa dynamika eksportu, który ma stanowić w 2016r. ok 8% (ok. 104 mln PLN). Biorąc pod uwagę, iż wcześniej zapowiadano ewentualną akwizycję na terenie Niemiec, prawdopodobnym scenariuszem jest, iż czynnikiem wzrostu dla tak wysokiej dynamiki przychodów eksportowych może być przejęcie. W naszych prognozach nie uwzględniamy go dopóki ten scenariusz się nie zmaterializuje. Ze względu na brak wiedzy dotyczącej potencjalnej akwizycji nasze szacunki obejmują wartość przychodów możliwą do osiągnięcia poprzez wzrost organiczny i zakładają wzrost przychodów o 20% do poziomu 1,233 mln PLN.

Główne czynniki wpływające na wysoką dynamikę sprzedaży to:

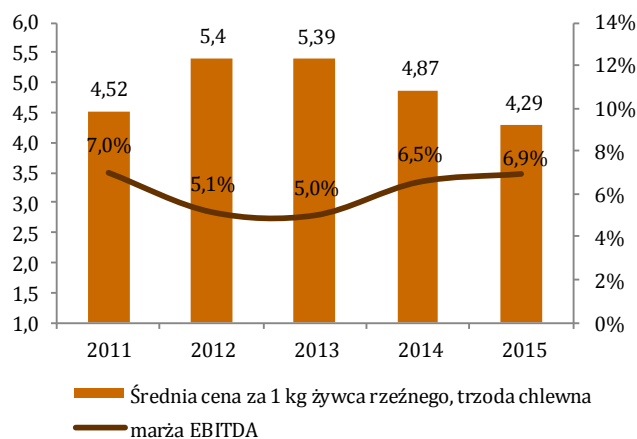
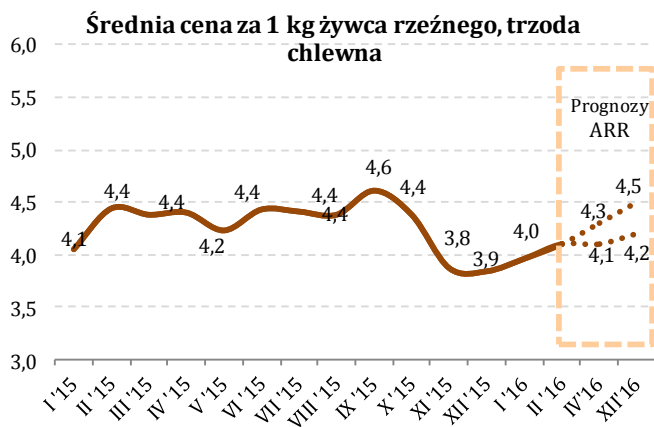
- (i) wprowadzenie nowej kategorii produktowej – parówek;
- (ii) rozszerzenie asortymentu o produkty plastrowane sprzedawane w opakowaniach o wysokiej gramaturze;
- (iii) dalsza ekspansja sieci dyskontowych, głównie Biedronka, Lidl i Netto, z którymi spółka prowadzi ścisłą współpracę;
- (iv) rozwój sprzedaży w kanale tradycyjnym – spółka rozpoczęła dostawy produktów do krajowego dystrybutora artykułów spożywczych obsługującego największą liczbę sklepów spożywczych w Polsce. Towary są dostarczane pięć razy w tygodniu do 15,2 tys. sklepów mniejszych formatów;

Rentowność – sprzyjające otoczenie surowcowe

Prognozujemy, iż wraz z rozszerzeniem skali działalności Spółka korzystając z efektu skali będzie w stanie istotnie poprawić rentowność. Nasze szacunki na 2016r. zakładają marżę EBITDA, EBIT i netto na poziomach odpowiednio: 6,8%; 6,0% i 3,7%.

Wysokiej rentowności w 2016r. powinny sprzyjać efekty wprowadzonej reorganizacji produkcji oraz utrzymujące się atrakcyjne ceny surowca. **Szacunki Agencji Rynku Rolnego zakładają ceny żywca wieprzowego w skupie na koniec czerwca 2016r. w przedziale 4,10-4,30 PLN za kg oraz ich nieznaczny wzrost do poziomu 4,20-4,50 PLN za kg w grudniu 2016r.** Biorąc pod uwagę stan i strukturę krajowego pogłowia trzody chlewnej z końca 2015 r., analitycy ARR oceniają, że w 1H16 krajowa produkcja żywca wieprzowego może wynieść o około 5% mniej niż w 1H15. W drugiej połowie roku spodziewany jest jej dalszy spadek. Podobne tendencje są obserwowane w UE, gdzie ze względu na niskie ceny wieprzowiny również prognozuje się spadek produkcji. Ceny żywca wieprzowego w 2016r. na podobnych poziomach do roku 2015r. powinny sprzyjać utrzymaniu przez spółkę marż na poziomach porównywalnych do ubiegłego roku.

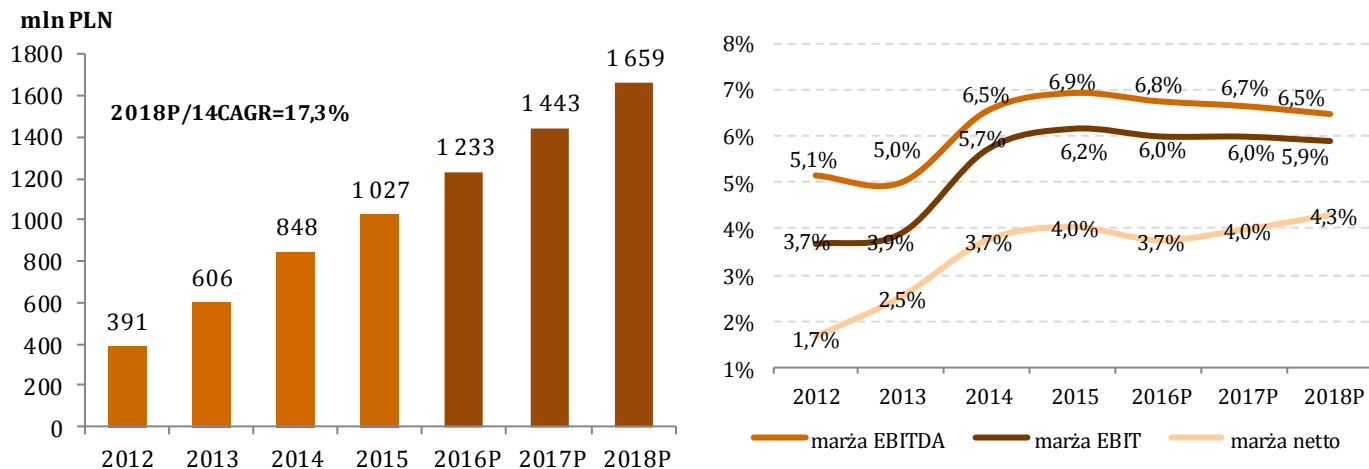
Ceny żywca w skupie



Źródło: GUS, ARR, Szacunki NWAI DM

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

ZM Henryk Kania – przychody i rentowność 2012-2018P

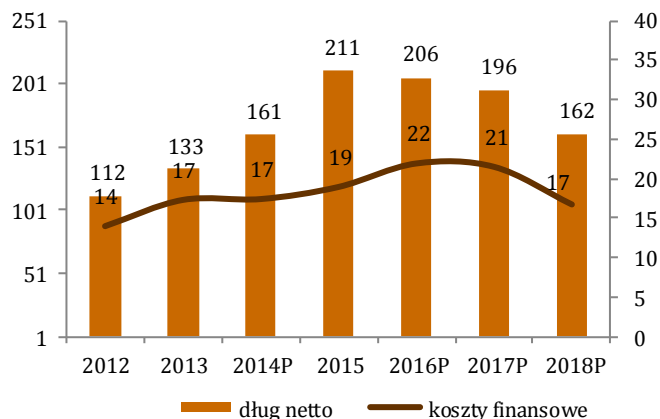
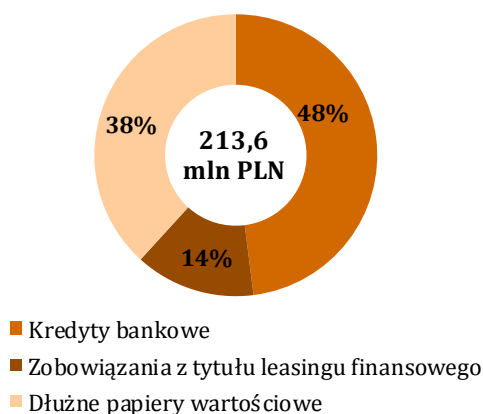


Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, ZM Henryk Kania S.A.

Zadłużenie

Na koniec 2015 zadłużenie finansowe spółki wynosiło 213,6 mln PLN. Uwzględniając środki pieniężne w wartości 2,7 mln PLN, dług netto spółki wyniósł 210,9 mln PLN.

ZM Henryk Kania – struktura zadłużenia na koniec 2015, prognozy długu netto i kosztów finansowych (mln PLN)



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

Inwestycje

Nakłady inwestycyjne prognozowane w okresie 2016-18P oscylują na przedziale 11,5-12,2 mln PLN rocznie. Zakładamy, iż Spółka będzie przeznaczać środki na zwiększanie mocy produkcyjnych w zależności od potrzeb oraz na nakłady odtworzeniowe. W prognozach nie uwzględniamy ewentualnych wydatków na zapowiadaną przez Zarząd akwizycję.

Dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	606	848	1 027	1 233	1 443	1 659
<i>zmiana r/r (%)</i>	<i>54,8%</i>	<i>40,0%</i>	<i>21,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>15,0%</i>
Amortyzacja	7	7	8	9	10	10
Zużycie materiałów i energii	441	573	660	793	927	1 066
Usługi obce	33	42	60	73	85	98
Wynagrodzenia	36	41	48	58	68	78
Pozostałe koszty rodzajowe	8	13	11	13	15	17
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	56	128	186	214	251	291
Koszty operacyjne	581	802	964	1 159	1 356	1 560
Zysk netto na sprzedaży	25	46	64	74	86	99
<i>marża netto na sprzedaży</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>
Pozostałe przychody /koszty operacyjne	-1	2	0	0	0	-1
EBIT	24	48	63	74	86	98
<i>marża EBIT</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,9%</i>
EBITDA	30	56	71	83	96	107
<i>marża EBITDA</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,5%</i>
saldo finansowe	-7	-9	-11	-17	-16	-10
zysk brutto	16	40	52	57	71	88
podatek dochodowy	1	8	11	11	13	17
zysk netto	15	32	41	46	57	71
<i>marża netto</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,3%</i>

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

Bilans (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Aktywa trwałe	178	173	185	188	191	194
Rzeczowe aktywa trwałe	107	121	135	137	139	142
WNIP	40	40	39	39	39	39
Wartość firmy	8	8	8	8	8	8
Udziały i akcje	18	0	0	0	0	0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	4	3	3	3	4	4
Aktywa obrotowe	249	326	425	495	569	630
Zapasy	63	68	81	107	133	150
Należności handlowe	86	137	223	265	310	357
Należności budżetowe	9	16	15	16	18	18
Rozliczenia międzyokresowe	0	2	0	0	0	0
Środki pieniężne	0	0	3	4	4	1
Inne	90	102	103	103	103	103
Aktywa razem	426	498	610	683	760	824
Kapitał	153	178	220	266	323	395
Długoterminowe zobowiązania i rezerwy	99	127	125	178	151	136
Długoterminowe pożyczki i kredyty	58	39	9	59	74	84
Pozostałe zobowiązania finansowe	17	19	22	22	22	20
Rezerwy	8	8	9	11	12	14
Rozliczenia międzyokresowe	4	4	4	4	5	6
Krótkoterminowe zobowiązania i rezerwy	174	193	265	239	286	293
Krótkoterminowe pożyczki kredyty	24	39	93	39	14	14
Dłużne papiery wartościowe	18	0	0	0	45	25
Pozostałe zobowiązania finansowe	23	7	7	7	52	32
Zobowiązania handlowe	106	111	118	142	167	192
Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	22	36	46	50	52	54
Pasywa razem	426	498	610	683	760	824

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

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Zysk brutto	16	40	52	57	71	88
Amortyzacja	7	7	8	9	10	10
Zmiana w kapitale obrotowym	-39	-45	-84	-44	-47	-38
Gotówka z działalności operacyjnej	-7	-1	-23	38	43	63
inwestycje (capex i akwizycje)	-2	-10	-6	-12	-12	-12
Gotówka z działalności inwestycyjnej	5	-10	-6	-12	-12	-12
Gotówka z działalności finansowej	2	10	31	-26	-31	-54
Zmiana gotówki netto	0	0	3	1	0	-2
Środki pieniężne na początku okresu	0	0	0	3	4	4
Środki pieniężne na końcu okresu	0	0	3	4	4	1

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

Czynniki ryzyka

- Konkurencja** – rynek wędlin jest konkurencyjnym rynkiem na którym funkcjonuje kilku silnych graczy. W ostatnich miesiącach spółka Pini Polska działająca głównie w segmencie uboju i rozbioru rozpoczęła rozwój w segmencie przetwórstwa mięsnego. Wejście nowego gracza na rynek może stanowić zagrożenie zarówno dla ZM Henryk Kania jak i dla innych przetwórców. Jednocześnie podkreślamy, że wypracowane przez Spółkę relacje z sieciami handlowymi, zaplecze technologiczne oraz silna rozpoznawalność wśród konsumentów powinna wesprzeć silną pozycję rynkową produktów ZM Henryk Kania. W naszej ocenie ryzyko prób ekspansji rynku przez zakłady Pini Polska nie stanowią istotnego ryzyka dla rozwoju ZM Henryk Kania w średnim terminie.
- Wahania cen surowca** - Marże operacyjne osiągane przez przetwórców mięsnych są skorelowane z ceną surowca. Szacunki Agencji Rynku Rolnego zakładają, w 2016r. ceny wieprzowiny będą spadać ze względu na wysoką prognozowaną podaż mięsa wieprzowego w UE. Na koniec czerwca 2016r. ceny żywca wieprzowego w skupie mają oscylować w przedziale od 4,10-4,30 PLN za kg oraz nieznacznie wzrosnąć do poziomu 4,20-4,50 PLN za kg w grudniu 2016r.. Oznacza, to iż w 2016r. ceny żywca wieprzowego powinny kształtować się na podobnych poziomach do roku 2015r. co sprzyjało by utrzymaniu przez spółkę marż na poziomach porównywalnych do ubiegłego roku.
- Ekspozycja walutowa** – Zgodnie z oczekiwaniami Zarządu, ZM Henryk Kania w 2016r. ok. 8% z prognozowanych 1,3 mln PLN powinno pochodzić ze sprzedaży eksportowej (ok. 104 mln PLN). W przypadku zmaterializowania się tego scenariusze, zwiększy się ekspozycja walutowa w spółce.

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 oceny aktualnej zdolności kredytowej emitenta. Do wad należy zaliczyć niewielką liczbę wskaźników, ich wrażliwość na różnego rodzaju przeszacowania oraz brak uwzględniania specyfiki branży. Należy zwrócić uwagę, że obie metody są niezależne od bieżących wycen rynkowych.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

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

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

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

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

Pozostałe klauzule

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

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

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

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

Niniejsza rekomendacja została w zamierzeniu przygotowana i przeznaczona do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji

podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

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