

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analityk: Renata Miś

Helio S.A.

Handel

Kurs bieżący (zł): 7,20
 Liczba akcji (tys.): 5 000
 Free float: 17,8% (6,4 mln zł)

Jedną akcję Helio S.A. wyceniamy na 10,34 zł. Wycena ta jest wyższa o 43,7% od obecnego kursu giełdowego, dlatego wydajemy dla Spółki rekomendację **Kupuj**.

Według różnych szacunków, polski rynek detaliczny bakalii wart jest około 600-650 mln złotych rocznie. **Oznacza to, że udział Helio w rynku bakalii wynosi około 10,4%.** Biorąc pod uwagę, niższe spożycie bakalii w Polsce w porównaniu do krajów Europy Zachodniej w przeliczeniu na jednego mieszkańca, **szacuje się, iż rynek będzie rósł w najbliższych latach w tempie 5-10% rocznie.** Oznacza to dobre perspektywy rozwoju dla spółek sprzedających bakalie.

Średnia dynamika wzrostu przychodów Helio w latach 2006-2009 wynosiła ok. 29% (biorąc przychody za 12 miesięcy z roku 2006/2007). Kontynuacja przyjętej w latach wcześniejszych strategii działania wpłynęła na bardzo dobre wyniki osiągnięte po trzech kwartałach br. Dodatkowo, pozytywny wpływ na wyniki Spółki miał mocny kurs PLN względem EUR i USD, co w okresie kwiecień-wrzesień 2008 roku korzystnie wpłynęło na ceny kupowanych surowców. Czynniki te spowodowały, że po 3 kwartałach 2008/09 roku Helio odnotowało wzrost sprzedaży o 12,2% i zysku netto o 27,9%.

W 2008 roku Spółka podjęła działania mające na celu budowę zakładu w Brochowie. **Po zakończeniu procesu inwestycyjnego i przeniesieniu tam dotychczasowej działalności w roku 2010, zwiększą się możliwości produkcyjne Spółki, a jednocześnie ograniczone zostaną koszty logistyczne oraz koszty związane z wynajmem około 4,5 tys. m² powierzchni.** Łączna powierzchnia użytkowa kompleksu w Brochowie wyniesie ponad 10 tys. m².

W związku z tym **szacujemy wzrost przychodów w roku obrotowym 2009/10 o 10%, natomiast w latach następnych założymy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 7,5%,** czyli na średnim poziomie prognoz rozwoju rynku bakalii w Polsce. Marżę operacyjną przyjmujemy na stałym poziomie wynoszącym 10%. Z kolei spadek marży netto w roku 2009/10 i w roku następnym wynikać będzie ze wzrostu kosztów finansowych spowodowanym spłatą kredytu inwestycyjnego.

Przy podjęciu decyzji inwestycyjnej należy dodatkowo zwrócić uwagę na niską płynność waloru.

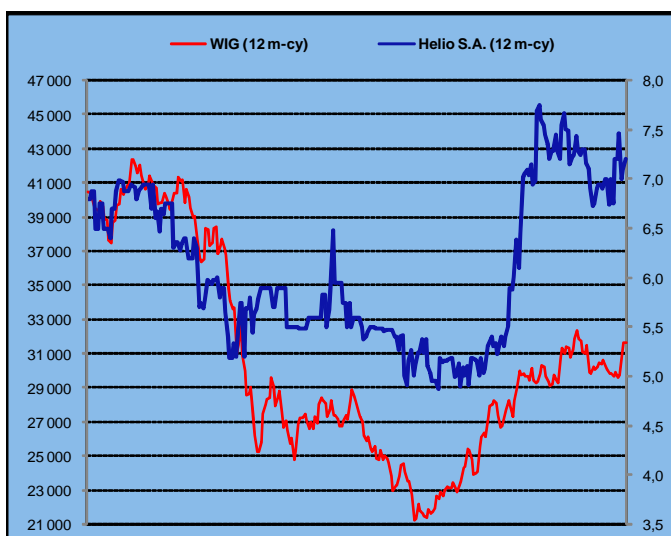
Dane (mln zł)	2006/2007	2007/2008	1-3Q 08/09	2008/2009P
Przychody operacyjne	56,8	62,6	64,3	69,7
Zysk operacyjny	5,1	5,3	8,4	7,1
Zysk netto	3,6	4,0	6,0	5,0
Wartość księgowa	19,4	23,4	29,5	28,5
Kapitalizacja	16,1	34,3	36,0	36,0
Liczba akcji (mln)	5,0	5,0	5,0	5,0
EPS* (zł)	0,7	0,8	1,1	1,0
BVPS* (zł)	3,9	4,7	5,9	5,7
P/E	4,4	8,5	6,7	7,2
P/BV	0,8	1,5	1,2	1,3
Kurs (zł)**	3,21	6,85	7,20	7,20

* - wskaźniki obliczone dla wyników narastająco za 4 kwartały

** - dla 1-3Q 08/09 i dla danych prognozowanych kurs bieżący z dnia wydania rekomendacji

P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Wąsowicz Leszek	77,1%	77,1%
KBC TFI S.A.	5,1%	5,1%
Pozostali	17,8%	17,8%
Razem	100,0%	100,0%

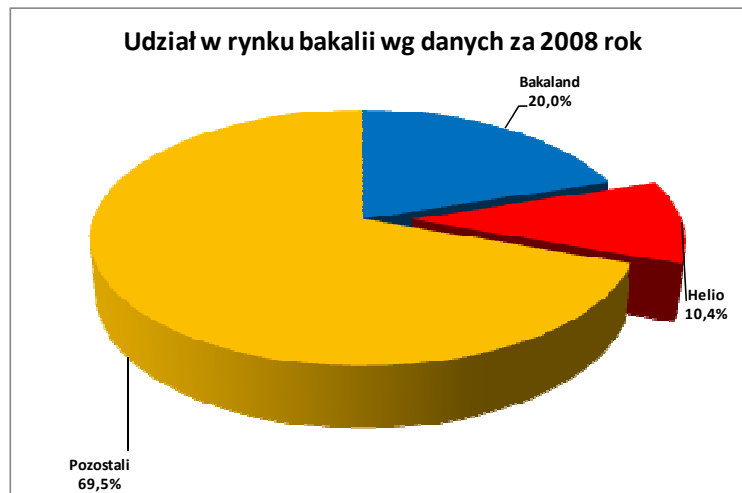


Sytuacja w branży

Rynek bakalii w Polsce

Biorąc pod uwagę niższe spożycie bakalii w Polsce w porównaniu do krajów Europy Zachodniej, w przeliczeniu na jednego mieszkańca, szacuje się, iż rynek będzie rósł w najbliższych latach o około 5-10% rocznie. Oznacza to dobre perspektywy rozwoju dla spółek sprzedających bakalie.

Według szacunków polski rynek detaliczny bakalii wart jest około 600-650 mln złotych rocznie. Oznacza to, że liderem na rynku jest Bakalland z udziałem około 20,0% (liczony do przychodów za 2008 rok i uwzględniający tylko przychody ze sprzedaży bakalii), a Helio posiada 10,4% udział. Na rynku bakalii działa również spółka Atlanta, która jednak nie jest bezpośrednim konkurentem Helio i Bakallandu, gdyż zajmuje się handlem hurtowym produktów, którego wartość szacowana jest na około 400-500 mln zł.



Źródło: raporty spółek

Warto zaznaczyć, że Helio posiada pozycję lidera w zakresie mas makowych. Spółka jako pierwsza wychodząc naprzeciw „zpracowanym” kobietom opracowała recepturę masy makowej, która może być przechowywana nawet do 4 lat. Własna receptura oraz uznany przez konsumentów smak przyczyniło się do uzyskania udziału w tym segmencie rynku na poziomie 63%.

Należy spodziewać się, że w kolejnych latach udział największych spółek może się zmieniać w wyniku rozwoju rynku przekąskowego bakalii, którego wielkość w krajach Europy Zachodniej jest nadal wyższa niż w Polsce. Różnica konsumpcji pomiędzy Polską a Europą Zachodnią stawia segment bakaliowy w pozycji jednego z liderów wzrostu w ramach bardzo rozwojowej branży spożywczej. Należy również pamiętać o trwającym kryzysie, który zahamował popyt na dobra inne niż pierwszej potrzeby.

Sezonowość

W działalności spółek funkcjonujących na rynku bakalii występuje zjawisko sezonowości sprzedaży. Najwyższa sprzedaż bakalii przypada na okres przed świętami Bożego Narodzenia i Wielkanocy. Z kolei w okresie letnim sprzedaż bakalii jest najniższa, ze względu na dostępność świeżych owoców, które w tym okresie są towarem konkurencyjnym w stosunku do suszonych owoców.

Warto podkreślić, że w okresie, kiedy sprzedaż jest najniższa, producenci przygotowują się do okresów wzmożonej sprzedaży dokonując zakupów i przerobu bakalii.

Przedmiot działalności

Informacje o Spółce Helio S.A. jest spółką działającą od 1992 roku. Przedmiotem działalności jest konfekcjonowanie, import i dystrybucja orzechów, owoców suszonych, pestek i ziaren.

Spośród dużych spółek zajmujących się konfekcjonowaniem bakalii, Helio jako pierwsza otrzymała certyfikowany System Bezpieczeństwa Żywności czyli tzw. HACCP. Kontrola jakości produktów przeprowadzana jest we własnym laboratorium, a dodatkowo Spółka współpracuje z renomowanymi i akredytowanymi laboratoriami zewnętrznymi. Dzięki badaniom laboratoryjnym Helio ma możliwość na bieżąco monitorowania parametrów fizyko-chemicznych i mikrobiologicznych swoich produktów.

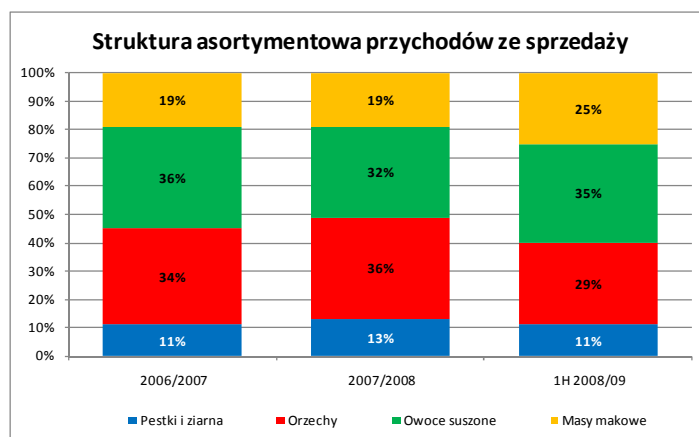
Helio oferuje następujące linie produktowe:

- **Słoneczne owoce** - klasa premium - produkty o najwyższej jakości, spełniające wymagania najwybredniejszych Klientów nie tylko w zakresie gatunku surowca, ale również możliwości wyboru jednostkowego jak i zbiorczego opakowania, kilkakrotnie uhonorowana Laurem Konsumenta, w tym „Złotym Laurem” w 2009 r.;
- **masy makowe** - artykuły powstałe na bazie wyselekcjonowanego, najlepszego gatunku maku. Produkowane są nowoczesną technologią według staropolskich receptur. Nagrodzone „Złoty Laur Konsumenta” w 2006, 2008 oraz 2009 roku, „Laur Konsumenta – Grand Prix 2009” w kategorii dodatki do ciast oraz „Perła Rynku FMCG 2009” w kategorii „Produkty do pieczenia i bakalie”;
- **Bona** - produkty charakteryzujące się dobrą jakością oraz estetycznymi i kolorowymi opakowaniami. Obecna na rynku od 17 lat i obecnie traci na znaczeniu i jest zastępowana marką „Słoneczne owoce”;
- **bakalie na wagę** - orzechy, owoce suszone oraz ziarna i pestki, sprzedawane w hipermarketach w koszach wiklinowych wyposażonych w specjalną, przezroczystą wkładkę z przykrywką;
- **produkty pod marką sieci handlowych** (tzw. marki własne) - produkty o najniższej cenie rynkowej, sprzedawane w opakowaniach zgodnych z projektem klienta. Wszystkie wyroby produkowane są zgodnie z procedurami HACCP. Spółka produkuje dla takich sieci jak: Auchan, Biedronka, E.Leclerc, Makro C&C, Netto, Real, Tesco.

Produkcja odbywa się w dwóch obiektach zlokalizowanych w Wyględach k. Warszawy. Ze względu na intensywnie rosnący popyt na produkty Spółki, Helio nabyło nieruchomość w Brochowie, gdzie do połowy 2010 roku ma powstać nowy zakład produkcyjny o powierzchni ok. 10 tys. m² do którego zostanie przeniesiona cała dotychczasowa produkcja. Po zakończeniu procesu inwestycyjnego i przeniesieniu tam dotychczasowej działalności, zwiększą się możliwości produkcyjne Spółki, a jednocześnie ograniczone zostaną koszty logistyczne oraz koszty związane z wynajmem około 4,5 tys. m² powierzchni. Zakończenie inwestycji planowane jest na wiosnę 2010 roku

Przeciętne zatrudnienie w okresie lipiec - grudzień wynosi 100 osób. Natomiast w sezonie Spółka zatrudnia ok 150 osób.

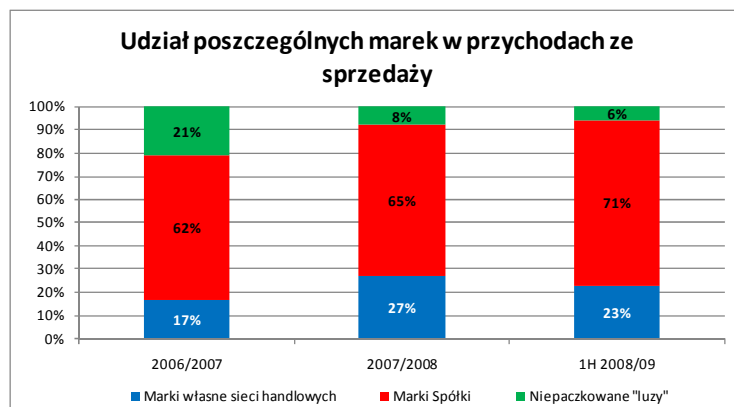
Struktura przychodów



Źródło: dane ze Spółki

Dominującą pozycję wśród generowanych przychodów Helio stanowiły w 1H 2008/09 roku suszone owoce ze średnim udziałem 35%. Udział mas makowych w tym samym okresie wyniósł 25%. Pomimo, że w strukturze sprzedaży Helio stanowią one ¼ przychodów to ich udział rynkowy szacowany jest na poziomie 63%.

Spółka wychodząc naprzeciw oczekiwaniom klientów oprócz własnych marek, sprzedaje wyroby pod markami super i hipermarketów, a także w opakowaniach hurtowych do sprzedaży luzem. Pomimo tego, że w Polsce nadal istnieje sentyment do zakupów na wagę to ta forma zakupów jest systematycznie wypierana przez produkty paczkowane. Jest to sytuacja korzystna dla Spółki, gdyż sprzedaż bakalii paczkowanych jest bardziej rentowna niż sprzedaż luzem.



Źródło: dane ze Spółki

Dystrybucja

Nawiązanie współpracy z sieciami handlowymi i wzrost udziału sprzedaży w tym segmencie odbierany jest przez Helio jako jej sukces. Rentowność w tym segmencie jest niższa, niż sprzedaż marek Spółki, jednakże nie wiąże się to z dodatkowymi nakładami na promocję. Dodatkową korzyścią tej współpracy jest budowanie relacji z działami zakupów największych sieci handlowych.

W bieżącym roku Spółka zintensyfikowała swoje działania marketingowe wspierające sprzedaż produktów sygnowanych marką Helio. W listopadzie i grudniu przeprowadzono m.in. pierwszą w historii działalności przedsiębiorstwa wizerunkową kampanię telewizyjną. Wykupiono także liczne billboardy sponsorskie prezentujące masę makową Helio, co przyczyniło się zarówno do wzrostu wolumenu sprzedaży tych produktów w okresie Bożego Narodzenia i Wielkanocy. Można założyć, że akcja ta wpłynie na poprawę wizerunku i znajomość marki Helio w dłuższym horyzoncie czasowym.

W związku z sezonowością występującą w branży oraz faktem, że tegoroczne święta Wielkanocne przypadły na połowę kwietnia, część przedświątecznego szczytu sprzedażowego przypadnie w udziale czwartemu kwartałowi roku obrotowego 2008/09, kończącego się 30 czerwca. Pozytywnym czynnikiem dla branży jest systematyczny wzrost popularności bakalii traktowanych, jako substytut dla innego rodzaju przekąsek, np. chipsów, czy słonych paluszków. Z punktu widzenia Helio, nawet nieznaczny wzrost sprzedaży w okresie letnim pozwoli zniwelować sezonową obniżkę sprzedaży.

Sytuacja finansowa

Bilans

Suma bilansowa systematycznie rośnie. Na początku 2007 roku Spółka przeprowadziła ofertę publiczną w wyniku której pozyskała 10 mln zł. Kapitał zakładowy zwiększył się do kwoty 2,5 mln zł. Pozyskane środki Helio przeznaczono na rozbudowę infrastruktury przedsiębiorstwa oraz finansowanie majątku Spółki. W efekcie tego w bilansie na 30.06.2007 roku w środkach pieniężnych widnieje kwota 6,8 mln zł, która pochodzi z emisji. W roku następnym nastąpił istotny wzrost zapasów, a także należności handlowych, co jest konsekwencją zwiększenia skali działania przez Helio oraz uruchomienia własnego działu importu.

Bilans (w tys. zł)				struktura		
	30.06.07	30.06.08	31.03.09	30.06.07	30.06.08	31.03.09
AKTYWA TRWAŁE	4 399	7 104	8 389	18,5%	24,7%	20,1%
Wartości niematerialne	13	2	90	0,3%	0,0%	1,1%
Rzeczowe aktywa trwałe	4 306	6 907	8 091	97,9%	97,2%	96,4%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	80	195	208	1,8%	2,7%	2,5%
AKTYWA OBROTOWE	19 411	21 648	33 434	81,5%	75,3%	79,9%
Zapasy	7 474	13 677	10 863	38,5%	63,2%	32,5%
Należności krótkoterminowe	4 402	7 355	21 370	22,7%	34,0%	63,9%
<i>należności z tytułu dostaw i usług</i>	3 628	6 193	20 208*	82,4%	84,2%	94,6%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 803	147	920	35,0%	0,7%	2,8%
Rozliczenia międzyokresowe	732	469	281	3,8%	2,2%	0,8%
AKTYWA RAZEM	23 810	28 752	41 823	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	19 428	23 442	29 491	81,6%	81,5%	70,5%
Kapitał zakładowy	2 500	2 500	2 500	12,9%	10,7%	8,5%
Kapitał zapasowy	13 309	16 928	20 942	68,5%	72,2%	71,0%
Zysk (strata) z lat ubiegłych	0	0	4 248	0,0%	0,0%	14,4%
Zysk (strata) netto	3 619	4 014	1 801	18,6%	17,1%	6,1%
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	4 382	5 310	12 332	18,4%	18,5%	29,5%
Rezerwy na zobowiązania	218	553	1 376	5,0%	10,4%	11,2%
Zobowiązania długoterminowe	458	262	436	10,5%	4,9%	3,5%
Zobowiązania krótkoterminowe	3 706	4 495	10 520	84,6%	84,7%	85,3%
<i>zobowiązania handlowe</i>	3 027	2 635	8 098*	81,7%	58,6%	77,0%
<i>kredyty i pożyczki</i>	413	1 526	2 216	11,1%	33,9%	21,1%
PASYWA RAZEM	23 810	28 752	41 823	100,0%	100,0%	100,0%

* - dane szacunkowe DM AmerBrokers - wynika ze specyfiki sprawozdania kwartalnego

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Według stanu na 31.03.2009 roku suma bilansowa w porównaniu do stanu na 30.06.2008 rok wzrosła o 45%, głównie za sprawą należności i zobowiązań handlowych. Spadek zapasów, jak i wzrost należności i zobowiązań handlowych to efekt sezonowości występującej w branży handlu bakaliarnymi.

Rachunek zysków i strat

Średnia dynamika wzrostu przychodów w latach 2006-2009 wynosiła ok. 11%. Jednocześnie należy pamiętać, że rok sprawozdawczy 2006/2007 liczył 18 miesięcy. Analizując dane za porównywalny okres (przychody na poziomie 42.938 tys. zł) oznacza, że średnia dynamika wzrostu w tym okresie była na poziomie 29%.

Rachunek zysków i strat (w tys. zł)				zmiana	
	2006/2007*	2007/2008	1-3Q 08/09	2008/2007	1-3Q'09/1-3Q'08
Przychody netto ze sprzedaży produktów,	56 752	62 648	64 256	10,4%	12,2%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materia	39 307	41 287	41 492	5,0%	4,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17 445	21 361	22 764	22,4%	29,3%
Koszty sprzedaży	9 982	12 995	11 724	30,2%	24,9%
Koszty ogólnego zarządu	2 284	2 214	2 413	-3,1%	74,0%
Zysk (strata) ze sprzedaży	5 179	6 152	8 627	18,8%	26,3%
Pozostałe przychody operacyjne	133	61	25	-54,1%	-19,4%
Pozostałe koszty operacyjne	228	933	219	309,2%	-67,9%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	5 084	5 280	8 433	3,9%	36,4%
Przychody finansowe	103	341	45	231,1%	-44,4%
Koszty finansowe	668	663	788	-0,7%	81,1%
Zysk (strata) brutto	4 519	4 958	7 690	9,7%	32,0%
Podatek dochodowy	900	944	1 641	4,9%	49,3%
Zysk (strata) netto	3 619	4 014	6 049	10,9%	27,9%

* - okres sprawozdawczy dotyczy 18 miesięcy (01.01.2006-30.06.2007)

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Poziom generowanego zysku netto za 12 miesięcy roku sprawozdawczego 2006/2007 wynosił 2.544 tys. zł, co daje dynamikę wzrostu w roku następnym o 57,8%, zamiast 10,9%.

Na poprawę sytuacji finansowej Spółki w roku 2007/2008 wpływ miały następujące czynniki:

- pozyskanie nowych odbiorców hurtowych oraz nawiązanie współpracy z sieciami handlowymi;
- zacieśnianie relacji handlowych z głównymi odbiorcami Spółki, co zaowocowało zwiększonym wolumenem obrotów;
- wzrost udziału w dostawach importu bezpośredniego, wyeliminowanie z „łańcucha” dostaw pośredników przyczyniło się do poprawy wskaźnika rentowności na sprzedaży.

Po stronie kosztowej na wyniki Spółki wpływ miała restrukturyzacja systemu wynagradzania i zatrudniania (koszty sprzedaży wzrosły o 30% r/r). W 2007/2008 roku zatrudnienie wzrosło do 105 osób z 66 osób rok wcześniej. W związku z zaistniałą sytuacją na rynku pracy, Helio zmuszone było do podniesienia wynagrodzeń. Obecnie Spółka zwiększa zatrudnienie na umowę o pracę, zmniejszając tym samym fluktuację zatrudnienia w okresach pory sezonowych.

Dodatkowo na osiągnięte wyniki finansowe Spółki w 2007/2008 roku wpływ miały czynniki o charakterze zewnętrznym, takie jak: wzrost cen na światowych rynkach surowców (ceny uzależnione są od czynników pogodowych, urodzajów i jakości surowca), wzrost popytu na rynku polskim oraz relacja PLN do EUR i USD.

Kontynuacja przyjętej w latach wcześniejszych strategii działania, wpłynęła na wyniki osiągnięte po trzech kwartałach br. Dodatkowo, pozytywny wpływ na wyniki Spółki miał mocny kurs PLN względem EUR i USD, co w okresie kwiecień-wrzesień 2008 roku korzystnie wpłynęło na ceny kupowanych surowców. Czynniki te spowodowały, że po 3 kwartałach 2008/09 roku Helio odnotowało wzrost sprzedaży o 12,2% i zysku netto o 27,9%.

Analiza wskaźnikowa

Wskaźniki rentowności w poszczególnych latach ulegają wahaniom na wskutek czynników opisanych powyżej.

Wskaźniki rentowności	2006/2007	2007/2008	1-3Q 08/09
Wskaźnik rentowności sprzedaży	30,7%	34,1%	35,4%
Wskaźnik rentowności EBITDA	9,0%	8,4%	13,1%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	9,0%	8,4%	13,1%
Wskaźnik rentowności brutto	8,0%	7,9%	12,0%
Wskaźnik rentowności netto	6,4%	6,4%	9,4%
Wskaźnik rentowności aktywów - ROA*	15,2%	14,0%	12,8%
Wskaźnik rentowności kapitału własnego - ROE*	18,6%	17,1%	18,1%
Wskaźniki płynności			
Kapitał obrotowy [tys. zł]	15 705	17 153	22 914
Wskaźnik bieżący	5,2	4,8	3,2
Wskaźnik płynności szybkiej	3,2	1,8	2,1
Wskaźniki zadłużenia			
Wskaźnik zadłużenia ogólnego	17,5%	16,5%	26,2%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	21,4%	20,3%	37,2%
Dług netto [tys. zł]	-6 390	1 379	1 296
Wskaźniki rotacji**			
Rotacja zapasów (w dniach)	103	92	80
Rotacja należności (w dniach)	35	36	55
Rotacja zobowiązań (w dniach)	29	16	23

* wskaźniki obliczone dla zysku za ostatnie 4 kwartały

** wskaźniki rotacji dla roku 2006/2008 uwzględniają 18 miesięczny okres sprawozdawczy

Źródło: opracowania własne na podstawie danych ze Spółki

Wskaźniki płynności są na wysokim, jednak bezpiecznym poziomie. Wysoki poziom wskaźników jest spowodowany specyfiką działalności Spółki, a nie oznacza nieefektywnego gospodarowania majątkiem obrotowym. Ze względu na sezonowy charakter działalności Spółki poziom zapasów na koniec roku obrotowego (30.06.) jest stosunkowo wysoki. Wynika to z faktu, że po okresie Świąt Wielkanocnych Spółka rozpoczyna produkcję, przygotowując się do kolejnego sezonu (Święta Bożego Narodzenia). Wskaźniki rotacji należności po trzech kwartałach br. są wyższe niż za pełny rok obrotowy, co wynika z trwającego sezonu sprzedażowego Spółki. Natomiast rotacja zobowiązań jest na zdecydowanie niższym poziomie, niż wskaźnik rotacji należności co oznacza, że Spółka szybciej reguluje swoje zobowiązania niż jej kontrahenci. Taka jest jednak specyfika współpracy z dużymi, hurtowymi odbiorcami i naszym zdaniem nie ma istotnego zagrożenia utraty płynności przez Spółkę.

Wycena Spółki

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Założenia do prognozy

Do wyceny metodą DCF zostały przyjęte prognozy sporządzone przez DM AmerBrokers w oparciu o następujące założenia:

Prognozowane wskaźniki	2008/09P	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P
Przychody ze sprzedaży	69 656	76 653	82 402	88 582	95 226	102 368
Zmiana przychodów	11,2%	10,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
EBITDA	7 776	9 067	10 458	11 165	11 922	12 733
Marża EBITDA	11,2%	11,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%
EBIT	7 140	7 700	8 277	8 898	9 565	10 283
Marża operacyjna	10,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Zysk (strata) netto	5 031	4 930	4 912	5 669	6 094	6 552
Marża zysku netto	7,2%	6,4%	6,0%	6,4%	6,4%	6,4%
P/Sales	0,52	0,47	0,44	0,41	0,38	0,35
EV/EBITDA	6,54	5,61	4,86	4,55	4,26	3,99
P/E	7,16	7,30	7,33	6,35	5,91	5,49
P/BV	1,26	1,19	1,02	0,97	0,85	0,82

Do wyliczenia wskaźników rynkowych została wzięta cena bieżąca z dnia wydania rekomendacji

Źródło: opracowanie własne

Nasza prognoza przychodów i wyniku finansowego netto za 4Q 2008/09 roku oparta jest na danych z lat wcześniejszych. Przyjęliśmy, że przychody za okres kwiecień-czerwiec 2009 roku wyniosą 5,4 mln zł, a strata netto 0,9 mln zł. Według nas spowoduje to spadek wyniku finansowego netto roku 2008/09 do poziomu 5,0 mln zł w stosunku do danych po 3 kwartałach br.

Wzrost przychodów w roku 2009/10 o 10% to efekt przeniesienia produkcji do nowopowstającego zakładu w Brochowie. W latach następnych założyliśmy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 7,5%, czyli na średnim poziomie prognoz rozwoju rynku bakalii w Polsce. Dodatkowo zakładamy

„dyscyplinę” w generowaniu kosztów operacyjnych Spółki, co przełoży się na wysokość osiągniętej marży operacyjnej w całym okresie prognozy kształtującej się na stałym poziomie 10%. Wyeliminowanie kosztów wynajmu 4,5 tys. m² powierzchni oraz zmniejszenie kosztów logistycznych spowoduje, według szacunków Spółki, miesięczne oszczędności na poziomie około 100 tys. zł. Z drugiej strony zakończenie inwestycji wpłynie na wzrost wartości środków trwałych, a tym samym kosztów amortyzacji, co przełoży się na wyższy poziom rentowności EBITDA na przestrzeni dwóch najbliższych lat.

Spadek marży netto w roku 2009/10 i w roku następnym wynikać będzie ze wzrostu kosztów finansowych związanych ze spłatą kredytu inwestycyjnego.

Wskaźniki rynkowe generowane przez Spółkę w poszczególnych latach prognozy stają się coraz bardziej atrakcyjne. Poprawa wskaźników to efekt wzrostu skali działania Helio S.A. oraz poprawy wyników finansowych. Do ich kalkulacji przyjęta została cena bieżąca z dnia wydania rekomendacji.

W wycenie DCF przyjęto poziom dług netto według stanu z 31.03.2009 roku, natomiast poziom finansowania długiem uwzględnia spłaty kredytu inwestycyjnego zaciągniętego na inwestycję w Brochowie.

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,5%.

Ze względu na niską płynność waloru do kalkulacji wartości Helio przyjęliśmy betę na poziomie 1,0.

Wycena metodą DCF (w tys zł)	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014P+
Zysk operacyjny	7 700	8 277	8 898	9 565	10 283	10 283
- opodatkowanie EBIT	1 463	1 573	1 691	1 817	1 954	1 954
NOPLAT	6 237	6 705	7 207	7 748	8 329	8 329
+ Amortyzacja	1 367	2 181	2 267	2 357	2 450	2 450
- Zmiana kapitału pracującego	-2 541	-2 112	-1 843	-1 470	-1 580	-316
Nadwyżka operacyjna	5 063	6 773	7 631	8 635	9 199	10 463
- Wydatki inwestycyjne	15 000	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-9 937	4 273	5 131	6 135	6 699	7 963
współczynnik dyskonta	91,5%	83,5%	76,1%	69,3%	62,9%	62,9%
Wartość bieżąca (PV FCF)	-9 092	3 569	3 906	4 249	4 216	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	33,1%	27,4%	24,0%	19,4%	16,3%	16,3%
WACC	9,3%	9,6%	9,7%	9,9%	10,1%	10,1%
Suma DCF 2009-2013	6 848					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2013+ (RV)	94 526					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	59 487					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	66 335					
Dług netto	14 820					
Wartość 100% akcji	51 515					
Liczba akcji (tys. szt)	5 000					
Wartość 1 akcji, w zł	10,30					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji spółki Helio wyliczona metodą dochodową wynosi 10,30 zł.

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Helio w odniesieniu do wybranych spółek notowanych na giełdzie i zajmujących się handlem hurtowym i detalicznym bakaliarnymi oraz produktami importowanymi.

Do porównania zostały wybrane następujące spółki:

- **Atlanta Polska** - spółka sprowadza do Polski orzechy, suszone owoce, ziarna, substancje konserwujące i zagęszczające wykorzystywane do produkcji wyrobów czekoladowych, słodczy, ciastek i pieczywa – sprzedaż hurtowa;
- **Bakalland** - jest spółką wyspecjalizowaną w produkcji, konfekcjonowaniu i handlu bakaliarnymi, suszonymi owocami, orzechami oraz ziarnami i pestkami;
- **North Coast** - specjalizuje się w imporcie wysokogatunkowych produktów spożywczych pochodzących głównie z Włoch.

Przy wycenie wskaźnikiem P/E przyjęliśmy wagę 0,1, co wynika z tego, że Atlanta po 4 kwartałach generowała na poziomie wyniku netto stratę, natomiast Bakalland i North Coast mają wskaźnik kilkakrotnie wyższy niż Helio. Powoduje to, że wskaźnik ten nie jest w pełni miarodajny.

Wycena porównawcza Helio S.A. na dzień 16.07.2009 (dane za 4 kwartały)

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Atlanta Polska (s)	3,10 zł	0,13	8,74	x	0,55
Bakalland (s)	3,21 zł	0,36	6,87	22,71	1,35
North Coast (s)	1,40 zł	0,36	7,50	31,15	1,03
Mediana spółek porównywalnych	x	0,36	7,50	26,93	1,03
Helio	7,20 zł	0,52	4,56	6,75	1,22
Wycena 1 akcji Helio (w zł)		4,99	12,01	28,74	6,06
Wagi		0,30	0,40	0,10	0,20
Wycena 1 akcji Helio (w zł) - średnia ważona					10,39

s - dane skonsolidowane

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na giełdzie spółek, **wartość 1 akcji Helio wynosi 10,39 zł.**

Końcowa wycena

W celu uzyskania końcowej wyceny Helio obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą dla wybranych spółek notowanych na GPW. Zarówno dla metody dochodowej, jak i dla metody porównawczej przyjęto wagę 0,5.

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	10,30
Metoda porównawcza	0,50	10,39
Końcowa wycena Helio S.A. (w zł)	1,00	10,34

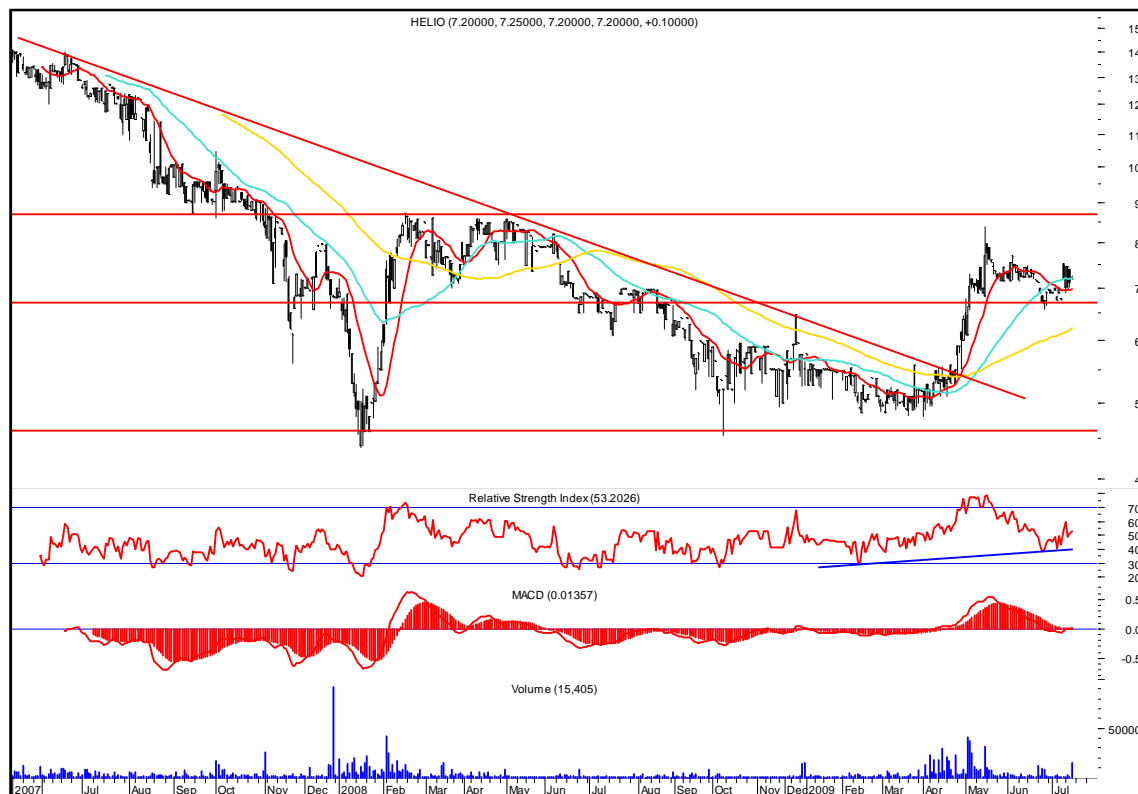
Źródło: opracowanie własne

Wyznaczona w ten sposób **wartość jednej akcji Helio S.A. wynosi 10,34 zł.** W związku z tym, że jest ona wyższa o 43,7% od obecnej wyceny rynkowej, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Analiza techniczna**Komentarz**

W styczniu 2008 roku kurs Helio S.A. osiągnął swoje historyczne minimum na poziomie 4,60 zł w cenach zamknięcia. Następnie kurs zanotował dynamiczną, trwającą niemal miesiącwyżkę do poziomu 8,69 zł. Później ponownie kurs powrócił do tendencji spadkowej. W jej trakcie nie zostało jednak ustanowione nowe dno bessy (na początku marca 2009 roku kurs Helio osiągnął na zamknięciu poziom 4,87 zł).

Od początku kwietnia br. kurs Helio znalazł się ponownie w dynamicznej fali wzrostowej, czemu towarzyszył istotny wzrost obrotów. W jej trakcie została pokonana linia dwuletniego trendu spadkowego, co było silnym sygnałem kupna. Kurs Helio nie zdołał się jeszcze wybić ponad wspomniany szczyt na poziomie 8,69 zł. Obecnie kurs znajduje się w konsolidacji w przedziale 6,72-7,75 zł. Do czasu wybicia z tego przedziału, dominującą tendencją dla kursu pozostanie trend boczny.

Wykres

Źródło: Metastock spółki Equis International

Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 PV - wartość bieżąca
 RV - wartość rezydualna
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, P/EBIT, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

KUPIJ - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądymy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPIJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Rekomendacje

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy: W ostatnich 12 miesiącach nie były wydawane dla Spółki rekomendacje.

Powiązania

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką: nie występują.

Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.