

Duda

akumuluj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 0.68

Cena docelowa: 0.80

Powrót do zysków

Dzięki zmianie strategii w segmencie produkcyjnym, w pierwszych 3 miesiącach br. obszar ten po pięciu kwartałach strąt odnotował dodatni EBIT, co pozwoliło na skokową poprawę kwartalnych rezultatów grupy w ujęciu r/r. Naszym zdaniem restrukturyzacja prowadzona przez nowego prezesa pozwoli na osiągnięcie zysków również w nadchodzących okresach. W związku z tym prognozujemy na ten rok wynik netto na poziomie 18.2 mln PLN (-19.9 mln PLN rok wcześniej, po oczyszczeniu z efektów zdarzeń jednorazowych 1.2 mln PLN). Ceny surowca są wciąż wysokie, jednak od kilku miesięcy nastąpiła ich stabilizacja, a perspektywa wysokich zbiorów zbóż w tym roku sprawia, że w 2014 r. koszt surowca może się zmniejszyć, co miałyby bardzo pozytywny wpływ na rentowność grupy.

Trudna sytuacja na rynku surowcowym od ponad dwóch lat zmusza zarząd do poszukiwania sposobów na poprawę marż w biznesie ubojowo-produkcyjnym. W latach 2011-2012 było w tym celu stosowane podejście oparte na maksymalizacji wolumenów sprzedaży, co nie przyniosło jednak spodziewanych efektów. Od IV kwartału nastąpiła całkowita zmiana strategii - zmieniono strukturę zakupów surowca, zrezygnowano z części dostaw o niskich marżach, jednocześnie stosując outsourcing kosztów zatrudnienia i logistyki. W efekcie EBIT segmentu w I kwartale ukształtował się na poziomie 2.3 mln PLN (-4.3 mln PLN przed rokiem). W naszych prognozach zakładamy tegoroczny EBIT segmentu na poziomie 6.2 mln PLN wobec oczyszczonych -20.1 mln PLN w 2012 r. i dlatego uważamy, że segment produkcyjny będzie głównym źródłem poprawy tegorocznych rezultatów.

Kolejnym z celów zarządu na ten rok jest zmniejszenie kosztów finansowania. Rozważanych jest kilka możliwości - rolowanie kredytów w bankach, emisja akcji lub obligacji, jak również sprzedaż części aktywów w celu spłaty długu. Według prasowych wypowiedzi przedstawicieli spółki decyzja powinna zostać podjęta jeszcze w I półroczu. Prezes Dariusz Formela w niedawnej wypowiedzi dla agencji ISBnews poinformował też o rozmowach w sprawie sprzedaży spółki krajowemu inwestorowi branżowemu.

Uważamy, że w tym roku spółka osiągnie zysk netto na poziomie 18.2 mln PLN, co oznacza wskaźnik P/E'2013 na poziomie 10.1. Warto przy tym zauważyć, że ponosi ona rocznie ponad 17 mln PLN kosztu odsetek, więc ewentualna restrukturyzacja zadłużenia pozwoliłaby na istotny wzrost wyniku netto nawet przy płaskim EBITDA. W prognozach nie zakładamy istotnej poprawy sytuacji na rynku surowca, gdyby nastąpiła ona w kolejnych latach przełożyłoby się to na zdecydowany wzrost rentowności. W związku z uzyskaną wyceną na poziomie 0.80 PLN na akcję wydajemy dla akcji spółki rekomendację AKUMULUJ.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	0.32 / 0.70		
Liczba akcji (mln)	278		
Kapitalizacja (mln PLN)	183		
EV (mln PLN)	389		
Free float (mln PLN)	121		
Średni obrót (mln PLN)	0.3		
Główny akcjonariusz	ING Bank Śląski		
% akcji, % głosów	10.8%, 10.8%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	10%	94%	29%
Zmiana rel. WIG (%)	2%	92%	1%

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2011	1670.0	54.4	83.5	42.5	39.3	0.14	0.25	1.25	4.7	0.5	0.0	7.2	4.7	11.3
2012	2104.1	11.1	36.7	-8.2	-19.9	-0.07	0.02	1.18	-9.2	0.6	0.0	35.2	10.6	-6.1
2013p	1914.5	37.3	61.8	21.4	18.2	0.07	0.15	1.24	10.1	0.5	0.0	10.4	6.3	5.3
2014p	1980.8	38.6	63.1	23.5	19.7	0.07	0.16	1.31	9.3	0.5	0.0	10.1	6.2	5.4
2015p	2048.8	43.0	67.3	28.5	23.6	0.08	0.17	1.40	7.8	0.5	0.0	9.0	5.8	6.1

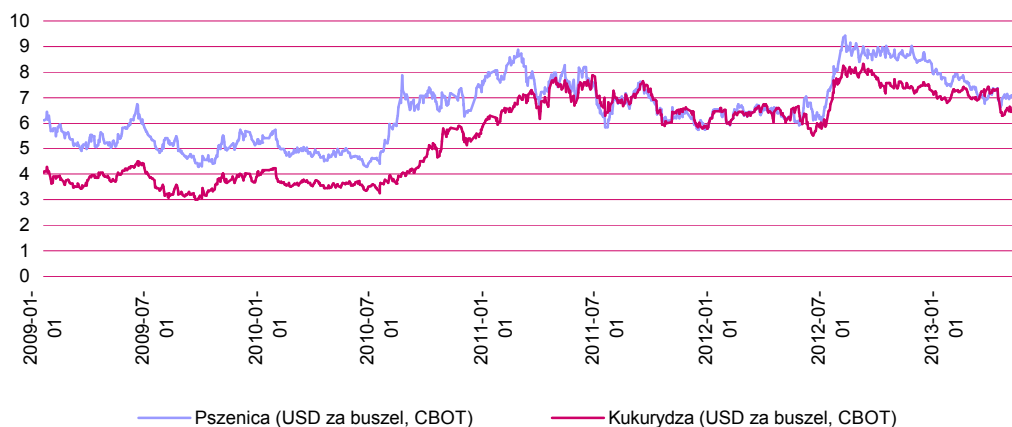
p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Ceny surowców

Słabe wyniki grupy w 2012 r. były spowodowane rekordowo wysokimi cenami surowca, będącymi konsekwencją szybko spadającego pogłowia trzody chlewnej w Polsce. Dynamiczny wzrost notowań zbóż z 2010 r. przełożył się na wzrost cen pasz, co z kolei doprowadziło do spadku pogłowia i wzrostu ceny skupu żywca. Od kilku miesięcy trwa korekta cen zbóż, lekko spadają też ceny skupu, jednak wyraźna poprawa sytuacji raczej nie nastąpi jeszcze w tym roku.

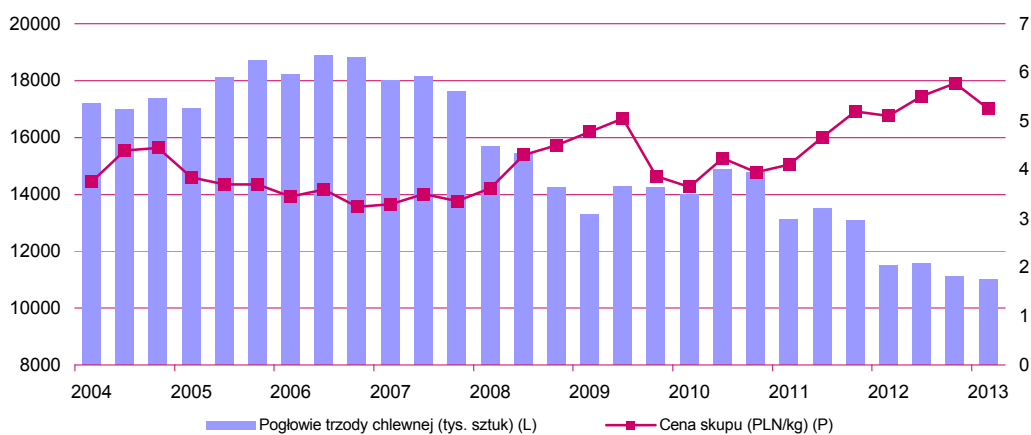
Notowania pszenicy i kukurydzy



Źródło: Bloomberg

Konsensus rynkowy zakłada obecnie, że tegoroczne zbiory zbóż będą znacznie lepsze r/r, co przełożyło się na stopniowy spadek notowań pszenicy i kukurydzy. Zgodnie z prognozą FAO z maja zbiory zbóż w tym sezonie będą wyższe o 6.6% r/r (+9.3% r/r dla zbóż paszowych).

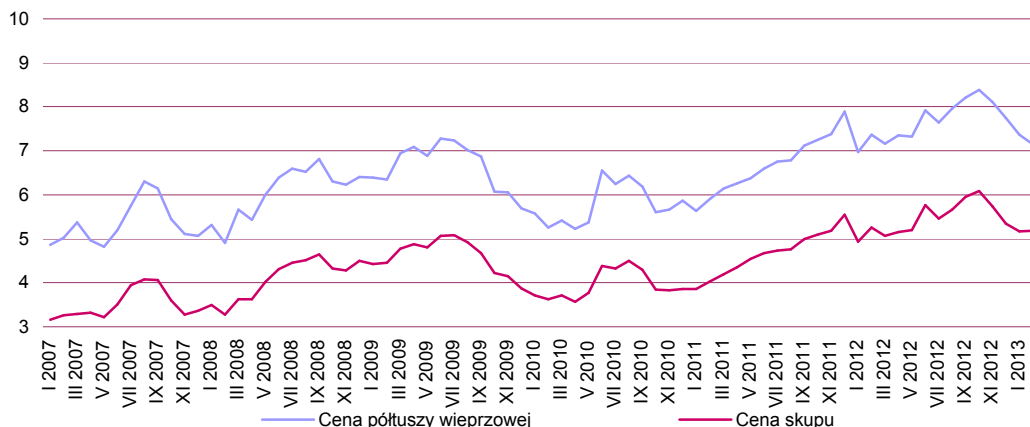
Porównanie pogłowia trzody chlewnej w Polsce z ceną skupu żywca



Źródło: GUS

Z wypowiedzi prezesa spółki dla PAP wynika, że zarząd spodziewa się dalszego spadku cen zbóż o 5-10% w tym roku, jednak pozytywny wpływ tego czynnika na rynek surowca może być widoczny dopiero za rok.

Porównanie cen skupu żywca i cen półtuszy



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny"

Innym niekorzystnym dla grupy trendem rynkowym jest związany z wysokimi cenami wieprzowiny spadek jej spożycia w Polsce, kosztem m.in. tańszego drobiu. W przeliczeniu na osobę w 2012 r. spadła ona o 6% r/r do 40 kg. Spółka oczekuje, że w tym roku spożycie na osobę zmniejszy się do poziomu 39 kg. Proces ten ma związek z dynamicznym wzrostem cen mięsa wieprzowego w ostatnich dwóch latach i dlatego uważamy, że poprawa na rynku surowca i spadek cen przełożyłyby się na przynajmniej częściową odbudowę konsumpcji.

Ocena wyników kwartalnych

Skonsolidowane wyniki kwartalne Duda

	I kwartał 2013	I kwartał 2012	zmiana
Przychody	461.2	509.1	-9.4%
EBITDA	16.1	14.4	11.6%
EBIT	10.0	7.7	31.2%
Zysk netto	6.0	-1.8	-
Marże			
Marża EBITDA	3.5%	2.8%	
Marża EBIT	2.2%	1.5%	
Marża netto	1.3%	-0.4%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

W I kwartale grupie udało się znacząco poprawić rentowność, przede wszystkim dzięki pierwszemu od 6 kwartałów dodatniemu wynikowi EBIT segmentu produkcyjnego. Rezygnacja z części niskomargowych dostaw w tym segmencie spowodowała jednak spadek przychodów grupy.

Działalność produkcyjna odnotowała spadek sprzedaży o 31.9% r/r (157.8 mln PLN), natomiast przychody segmentu handlowego wzrosły o 8.8% r/r (290.8 mln PLN). Oba segmenty odnotowały niższe dynamiki niż w IV kwartale, gdy wyniosły one odpowiednio +5.1% r/r i +15.3% r/r.

Marża brutto wzrosła o 2.2 p.p. r/r do 10.8% i był to rezultat lepszy o 2.7 p.p. kw/kw. Marża brutto była najwyższa od I połowy 2011 r. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były wyższe o 3.2 mln PLN r/r.

Marża EBIT wyniosła 2.2% (+0.7 p.p. r/r i +3.1 p.p. kw/kw). Segment produkcyjny osiągnął marżę EBIT na poziomie 1.4% (+1.9 p.p. r/r i +5.4 p.p. kw/kw). W przypadku działalności handlowej wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 1.9% (-1.0 p.p. r/r i +1.0 p.p. kw/kw). Łączny kwartalny EBIT segmentów rolnych wyniósł 2.9 mln PLN wobec 4.6 mln PLN rok wcześniej.

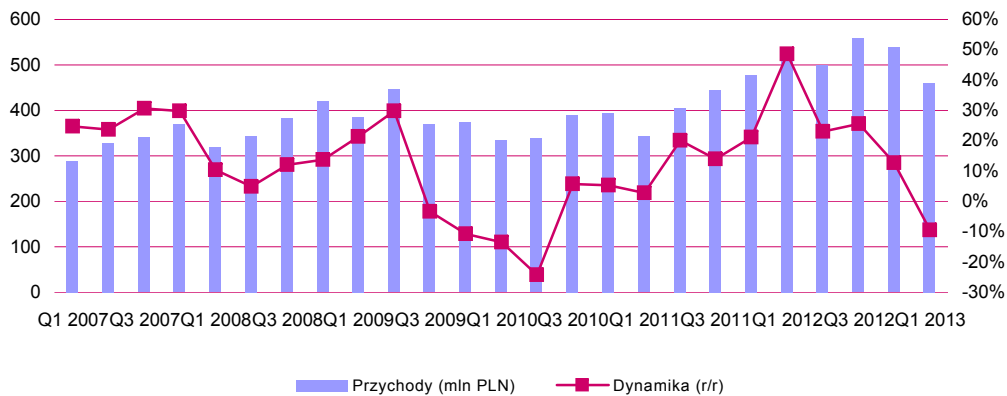
Saldo przychodów i kosztów finansowych było o 1.9 mln PLN lepsze r/r. Dług netto spółki wyniósł 210.6 mln PLN wobec 217.0 mln PLN przed rokiem.

Kwartalny CF operacyjny okazał się wyższy r/r i wyniósł 18.3 mln PLN wobec -4.6 mln PLN, co było efektem spadku przychodów i mniejszego zapotrzebowania na kapitał obrotowy, zwłaszcza w przypadku należności.

Wyniki finansowe

Przychody

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



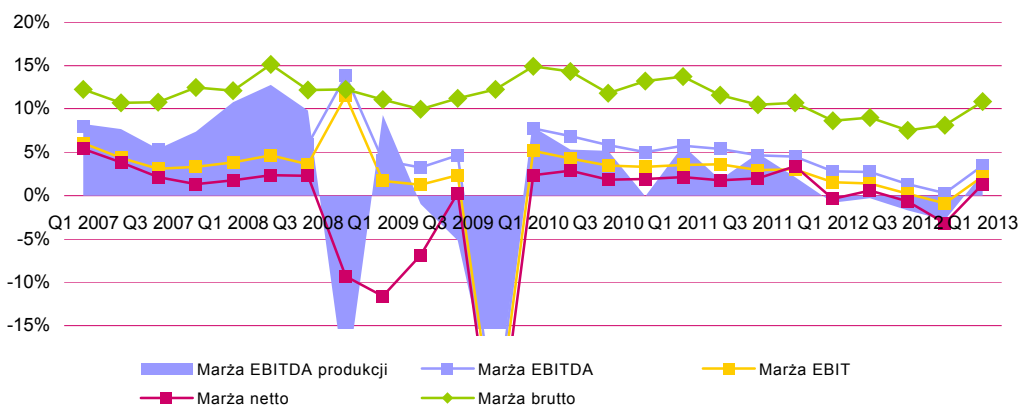
Źródło: PKM Duda S.A.

Szybki wzrost przychodów był związany z próbą poprawy rentowności segmentu produkcyjnego poprzez maksymalizację wolumenów. Działania te nie przyniosły spodziewanych efektów i dlatego obecnie zarząd koncentruje się na ograniczeniu kosztów stałych i rezygnacji z niskomargowych kontraktów. Było to powodem spadku przychodów w I kwartale. Na 2013 r. prognozujemy spadek przychodów o 9% r/r (-17% r/r w produkcji).

W 2012 r. eksport stanowił 14% przychodów. Głównymi kierunkami sprzedaży zagranicznej w ubiegłym roku były Holandia, Białorus, Czechy, Niemcy i Włochy, które łącznie odpowiadały za połowę eksportu. Najbardziej perspektywiczny dla spółki jest jednak kierunek dalekowschodni - w ubiegłym roku przychody z Korei, Hongkongu i Chin stanowiły 10% eksportu. Grupa obecnie stara się o uzyskanie zezwolenia na eksport wieprzowiny do Chin, co pozwoliłoby na znaczącą poprawę rentowności sprzedaży zagranicznej. W marcu służby weterynaryjne Chin (CNCA) wydały zezwolenia na eksport 4 kolejnym polskim zakładom (Agro-Handel, dwa z grupy Sokołów, ZM Zakrzewscy).

Rentowność

Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach

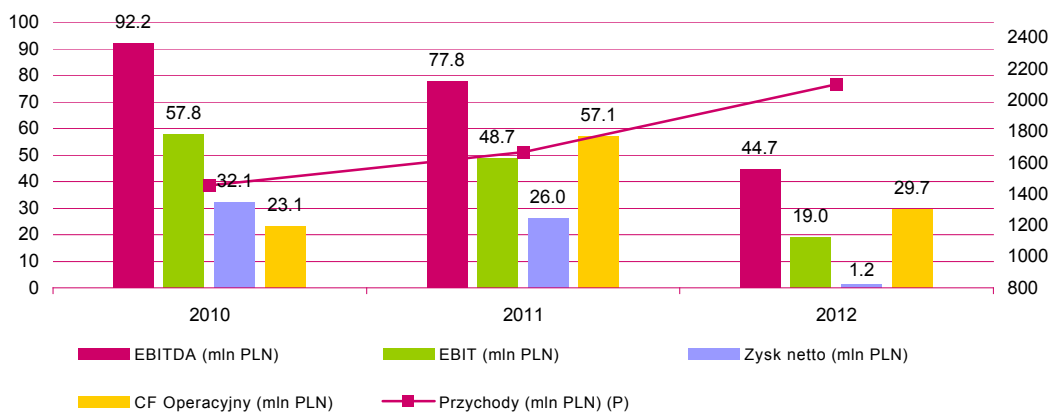


Źródło: PKM Duda S.A.

W ramach grupy kapitałowej największą zmiennością charakteryzują się marże segmentu produkcyjnego, które są uzależnione od cen surowca. Powrót do rentowności w I kwartale był możliwy właśnie dzięki

poprawie w obszarze produkcji. Z wypowiedzi prezesa Dariusza Formeli dodatni wynik netto powinien być utrzymany również w kolejnych kwartałach 2013 r., nawet gdy sytuacja rynkowa się nie poprawi.

Wyniki oczyszczone z efektów zdarzeń jednorazowych



Źródło: PKM Duda S.A.; dane oczyszczone z efektów zdarzeń jednorazowych

W 2011 r. wynik netto został jednorazowo podwyższony m.in. zyskiem ze zbycia jednostek zależnych (5.7 mln PLN), rozwiązaniem odpisów na należności finansowe (4.2 mln PLN), a także dodatnimi różnicami kursowymi (3.3 mln PLN). W 2012 r. wynik netto był obciążony m.in. odpisami aktualizującymi wartość środków trwałych (-4.6 mln PLN) i części aktywa z tytułu podatku odroczonego (-11 mln PLN).

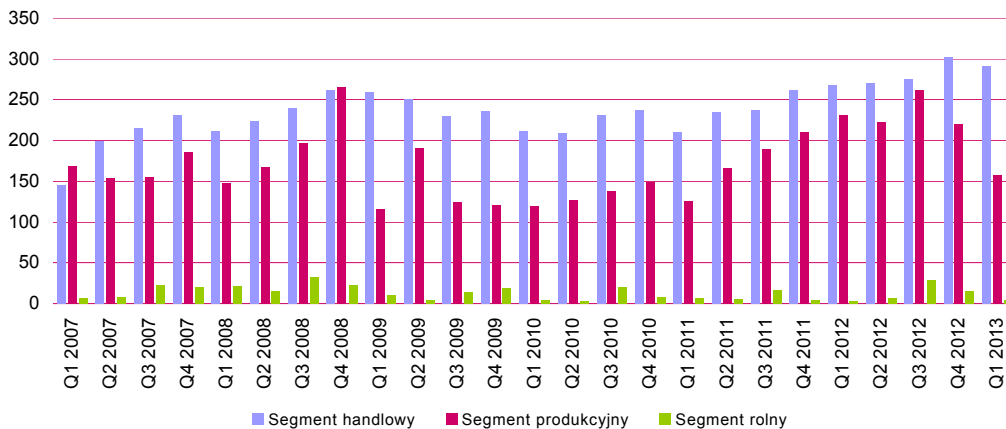
Nasza prognoza na cały rok zakłada osiągnięcie marży EBITDA równej 3.2% i marży netto na poziomie 1.0% - są to wartości niższe od odnotowanych w I kwartale (odpowiednio 3.5% i 1.3%).

Restrukturyzacja

W latach 2009-2012 prowadzony był program restrukturyzacji Duda 2012, w ramach którego według spółki udało się osiągnąć oszczędności rzędu 41 mln PLN, przede wszystkim w obszarach kosztów zatrudnienia (24 mln PLN) oraz centralizacji zakupów (17 mln PLN). Kolejnym z celów było uproszczenie struktury grupy kapitałowej - w 2012 r. nastąpiło połączenie PKM Duda z zależnym CM Makton (działalność handlowa).

Segmenty

Kwartałne przychody w poszczególnych segmentach (mln PLN)



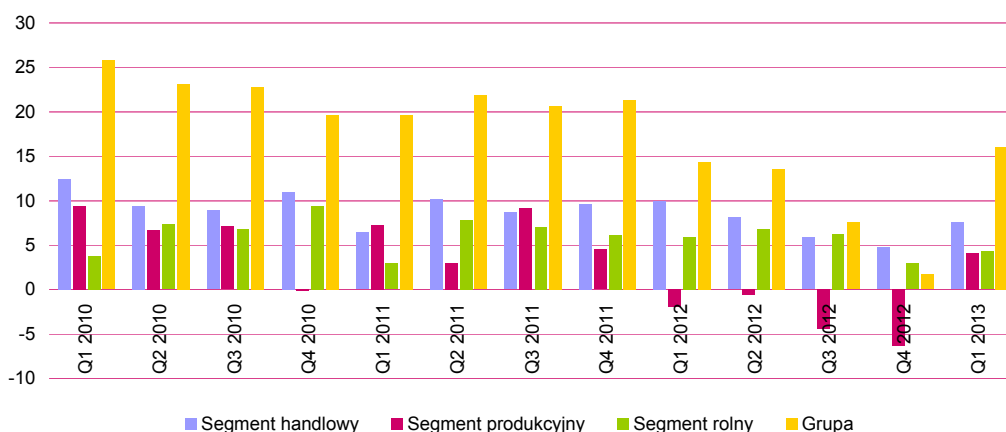
Źródło: PKM Duda S.A.

W IV kwartale 2012 r. zarząd zmodyfikował strategię w sektorze produkcji, co miało bardzo wyraźny wpływ na poziom jego przychodów. Od połowy 2011 r. w każdym kwartale wzrastały one o ponad 30% r/r, natomiast dynamika w I kwartale wyniosła już -31.9% r/r. Dzięki restrukturyzacji, w I kwartale 2013 r. segment wrócił do dodatniego EBIT po 5 kwartałach przerwy.

Nowe podejście w produkcji polega na:

- koncentracji na najbardziej rentownych klientach i rezygnacji z niskomargowych kontraktów, podczas gdy wcześniej celem była maksymalizacja wykorzystania mocy produkcyjnych
- outsourcing kosztów zatrudnienia i logistyki, co pozwoliło na zamianę części kosztów stałych na zmienne
- bezpośrednie nabywanie surowca, priorytetem są teraz wyroby ze średniej półki cenowej.

Kontrybucja segmentów do EBITDA grupy (mln PLN)



Źródło: PKM Duda S.A.

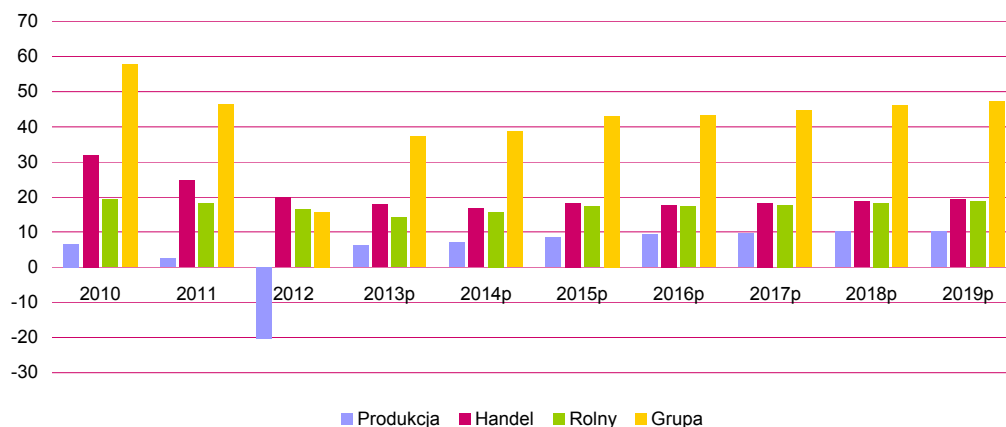
W 2012 r. istotnie poprawiły się przychody segmentu handlowego - wzrosły o 17.9% r/r wobec +6.5% r/r. W 2011 r. zdarzenie jednorazowe (rozwiązanie rezerwy na sprawę w UOKiK) podwyższyło EBITDA segmentu o 5.5 mln PLN i dlatego oczyszczony wynik za 2012 r. był zbliżony r/r. EBITDA w I kwartale 2013 r. wyniósł 7.5 mln PLN wobec 10 mln PLN rok wcześniej.

Umacniająca się pozycja dyskontów pogarsza sytuację handlu tradycyjnego, na którym opiera się model biznesu segmentu handlowego. Dodatkowo spowolnienie gospodarcze spowodowało pogorszenie struktury sprzedaży - zmniejsza się udział wysokomarżowych wędlin. Spółka przeciwdziała tym niekorzystnym tendencjom poprzez:

- zwiększanie geograficznego zasięgu działalności - w 2012 r. liczba hurtowni zwiększyła się do 10 dzięki uruchomieniu obiektu w Radomiu, na ten rok planowane są 2 otwarcia
- dalszą redukcję kosztów stałych poprzez restrukturyzację logistyki i centralizację zakupów.

Segment rolny zwierzęcy osiągnął w 2012 r. EBITDA na poziomie 16.2 mln PLN (+13% r/r), natomiast w związku ze sprzedażą dwóch spółek zależnych EBITDA biznesu rolnego roślinnego spadła o 40% r/r do 5.7 mln PLN. W I kwartale 2013 r. łączny EBITDA segmentów rolnych zmniejszył się o 25% r/r do 4.3 mln PLN. Obszar ten został już wcześniej zrestrukturyzowany i nie są tu prowadzone znaczące działania optymalizacyjne, nie można natomiast wykluczyć kolejnych transakcji sprzedaży aktywów tego segmentu.

Prognoza EBIT poszczególnych segmentów (mln PLN)

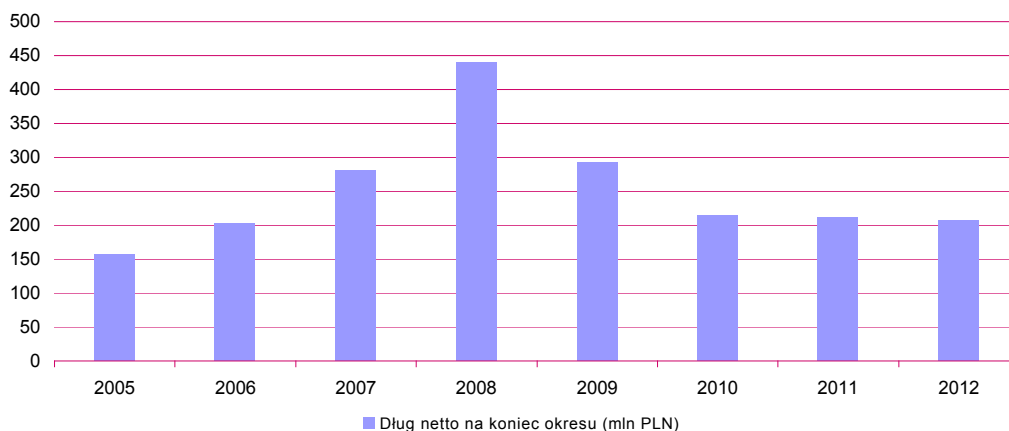


Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Naszym zdaniem głównym źródłem poprawy rezultatów grupy w 2013 r. będzie powrót do rentowności segmentu produkcyjnego - oczekujemy EBIT na poziomie 6.2 mln PLN wobec -20.1 mln PLN rok wcześniej (wynik oczyszczony). Nie spodziewamy się natomiast znaczących zmian wyników pozostałych obszarów - z uwagi na trudne warunki działalności prognozujemy spadek EBIT segmentu handlowego o 10% r/r do 17.9 mln PLN, natomiast z powodu spadających cen zbóż zakładamy EBIT segmentu rolnego niższy o 14% r/r (14.2 mln PLN).

Plany zmniejszenia kosztów finansowych

Poziom długu netto



Źródło: PKM Duda S.A.

Z przedstawionych na ostatniej konferencji wynikowej planów zarządu wynika, że jednym z priorytetów na ten rok jest restrukturyzacja zadłużenia, która pozwoliłaby na redukcję kosztów finansowych. Dług netto od trzech lat kształtuje się na poziomie ok. 200 mln PLN (roczny koszt odsetek rzędu 17 mln PLN). Rozważane są następujące opcje, a decyzja powinna zostać podjęta jeszcze w I półroczu 2013 r.:

- rolowanie długu w bankach wchodzących w skład konsorcjum lub spoza jego składu
- emisja obligacji
- emisja akcji (problemem jest cena emisyjna, która nie może być niższa od wartości nominalnej akcji, czyli 1 PLN - znacznie wyższy od ceny rynkowej)
- sprzedaż aktywów (przede wszystkim nieruchomości) w celu pozyskania środków na redukcję zadłużenia. Tą metodę spółka stosowała już wielokrotnie - w ramach programu restrukturyzacji w latach 2009-2012 sprzedano aktywa za łącznie 46.7 mln PLN.

Na koniec 2012 r. wartość księgowa gruntów należących do grupy wynosiła 73.0 mln PLN, budynków 175.5 mln PLN, a w przypadku nieruchomości inwestycyjnych 26.6 mln PLN. Do najważniejszych nieruchomości spółki należą: działka przy ul. Taśmowej w Warszawie, grunty w Jaworzcu (ok. 6 ha), Zawierciu (ponad 5 ha), a także przy ul. Kozielskiej w Katowicach (2 ha).

W ramach oddłużenia kolejną z rozważanych opcji jest sprzedaż aktywów pobocznej działalności grupy - najprawdopodobniej części segmentu rolnego, którego niektóre aktywa zostały już sprzedane za 21.1 mln PLN w 2011 r. (firmy Wizental, Agrohop). W 2012 r. EBITDA segmentu rolnego roślinnego ukształtowała się na poziomie 5.7 mln PLN, a rolnego zwierzęcego 16.2 mln PLN.

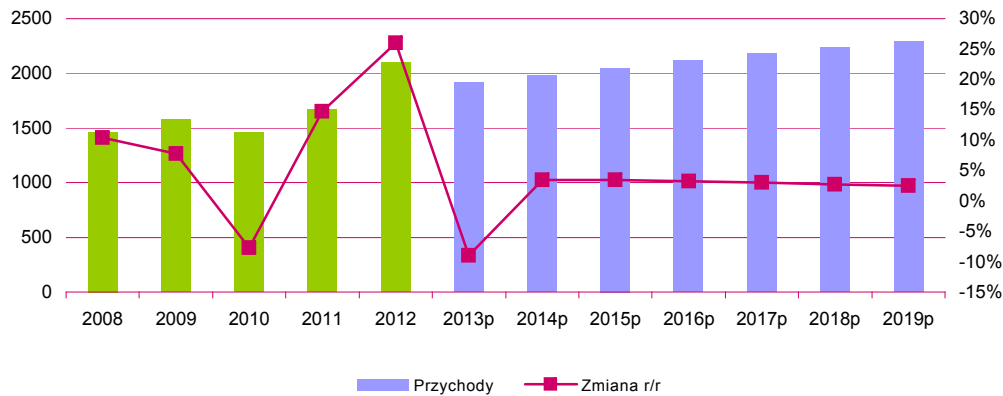
Ze względu na brak decyzji w sprawie wyboru opcji oddłużenia w naszej wycenie nie założyliśmy restrukturyzacji długu ani sprzedaży aktywów.

Rozmowy z inwestorami

Z wypowiedzi prezesa dla agencji ISBnews wynika, że rozważanym rozwiązaniem jest też sprzedaż spółki krajowemu inwestorowi branżowemu. Z kilkoma z nich miały być już prowadzone rozmowy. Udział banków w akcjonariacie przekracza 30%, więc ich opinia byłaby kluczowa dla powodzenia ewentualnego wezwania na akcje. W 2009 r. konwersja długu na akcje spółki nastąpiła po kursie równym 1.1 PLN i 1.3 PLN, czyli

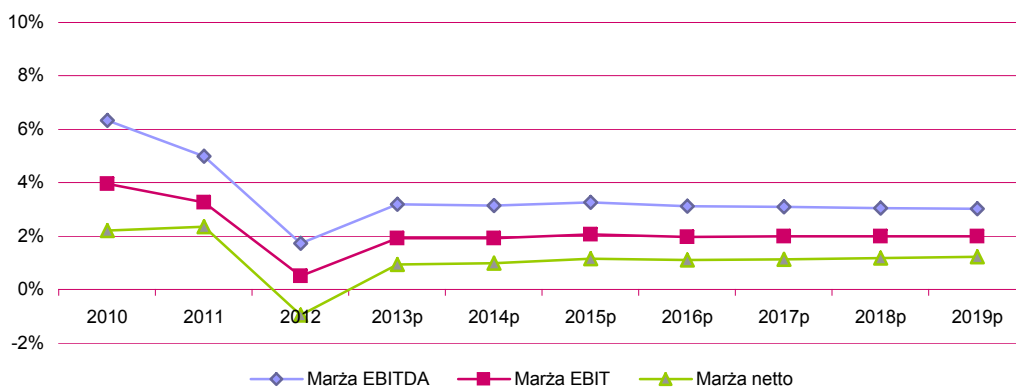
zdecydowanie powyżej obecnego kursu.

Prognoza wyników



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Na ten rok prognozujemy osiągnięcie wyniku netto na poziomie 18.2 mln PLN wobec -19.9 mln PLN rok wcześniej (ok. 1.2 mln PLN po oczyszczeniu z efektów zdarzeń jednorazowych). Poprawa powinna być przede wszystkim zasługą powrotu do rentowności biznesu produkcyjnego przy niewielkim spadku marż w pozostałych segmentach. Zgodnie z trendami widocznymi w I kwartale, spodziewamy się spadku tegorocznych przychodów o 9% r/r, co powinno być przede wszystkim spowodowane ograniczeniem niskomarżowej sprzedaży segmentu produkcyjnego. Nie została jeszcze podjęta decyzja w sprawie restrukturyzacji zadłużenia i dlatego nie założyliśmy zmian w strukturze finansowania.

Capex przyjęliśmy na poziomach zbliżonych do nakładów w ostatnich latach, jednocześnie nie założyliśmy żadnych wpływów z planowanej sprzedaży aktywów, m.in. nieruchomości.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych przedstawicieli branży mięsnej. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 230 mln PLN, czyli 0.83 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej względem spółek zagranicznych wyceniliśmy spółkę na 217 mln PLN (0.78 PLN na akcję). Oba metodom przypisaliśmy wagi 50% i dzięki temu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 224 mln PLN, czyli 0.80 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy dla akcji spółki rekomendację akumuluj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	230	0.83
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	217	0.78
Wycena spółki Duda	224	0.80

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2013 - 2022
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 5.0%, premia rynkowa za ryzyko równa 5.0% i współczynnik beta na poziomie 1.2 (z uwagi na wysoki poziom zadłużenia)
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2.0%
- W wycenie uwzględniamy jedynie wzrost organiczny spółki
- W segmencie produkcji na ten rok zakładamy dynamikę przychodów na poziomie -17% r/r, a w kolejnych jej stopniowy spadek z +4% r/r do 2% r/r
- Dla segmentu handlowego w tym roku spodziewamy się spadku przychodów o 3% r/r, a później stopniowego spadku dynamiki z 3% do 2% w ostatnim roku prognozy
- W związku z wysokim poziomem zadłużenia nie prognozujemy wypłat dywidendy ani skupu akcji własnych. Nie zakładamy również sprzedaży aktywów

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2022	
Sprzedaż	1914.5	1980.8	2048.8	2109.0	2159.7	2203.4	2248.1	2293.7	2340.2	2387.6		
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		
EBIT (1-T)	30.2	31.3	34.8	34.5	33.6	33.4	34.2	35.1	35.9	36.8		
Amortyzacja	24.6	24.4	24.3	24.2	24.3	23.7	23.4	23.2	23.3	23.4		
Inwestycje	-22.6	-22.9	-23.3	-24.7	-24.7	-24.3	-24.6	-24.4	-24.5	-24.6		
Zmiana kap.obrotowego	-0.6	-3.7	-1.7	-3.5	-1.1	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9		
FCF	31.6	29.1	34.1	30.4	32.1	32.0	32.2	33.0	33.8	34.6	459.9	
Zmiana FCF		-7.8%	17.1%	-10.8%	5.6%	-0.3%	0.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.0%	
Dług/Kapitał	41.2%	39.1%	36.9%	34.9%	32.9%	30.7%	28.5%	26.2%	24.0%	23.0%	24.0%	
Stopa wolna od ryzyka	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	5.0%	
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	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	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
Koszt długu	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%	6.0%	
Koszt kapitału	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%	9.4%	11.2%	
WACC	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.7%	7.9%	8.0%	9.7%	
PV (FCF)	29.9	25.8	28.2	23.5	23.0	21.1	19.5	18.3	17.1	16.1	213.5	
Wartość DCF (mln PLN)	436	w tym wartość rezydualna					214					
(Dług) Gotówka netto	-206											
Wycena DCF (mln PLN)	230											
Liczba akcji (mln)	278.0											
Wycena 1 akcji (PLN)	0.83											

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny PKM Duda na przyjęte założenia

stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu							
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
4.0%	0.72	0.82	0.94	1.10	1.33	1.69	2.31	
4.5%	0.69	0.77	0.88	1.02	1.22	1.51	1.98	
5.0%	0.66	0.73	0.83	0.95	1.12	1.36	1.73	
5.5%	0.63	0.70	0.78	0.89	1.04	1.24	1.54	
6.0%	0.60	0.67	0.74	0.84	0.97	1.14	1.38	

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 0.83 PLN.

Wycena porównawcza

W skład zagranicznej grupy porównawczej włączyliśmy spółki działające w branży mięsnej. Grupę porównawczą złożoną ze spółek polskich stanowią notowani na GPW producenci słodczy. Wartość spółki Duda oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Hormel Foods Co	HRL	US	11.4	10.2	9.2	13.3	11.6	10.4	20.8	18.4	16.5
Maple Leaf Foods	MFI	CA	7.5	6.2	5.2	10.0	8.1	4.4	15.3	11.0	
Smithfield Foods	SFD	US	7.1	6.3	6.2	10.2	9.3	8.6	13.7	11.4	10.1
Pilgrim's Pride Co	PPC	US	6.7	6.9		8.5	10.1		8.3	8.7	
Harboes Bryggeri	HARBB	DE	6.7	4.8	4.2	28.3	11.3	8.9	29.2	9.5	7.3
Campofrio Food	CFG	SP	5.5	4.8	4.5	8.8	7.4	6.7	13.0	9.3	7.8
Atria Plc	ATRAV	FI	6.2	5.8	5.6	14.9	12.9	11.8	11.5	8.4	7.3
Ter Beke N.V.	TERB	BE	4.6	4.0	4.2	10.0	7.9	7.8	10.4	7.6	7.4
Hillshire Brands	HSH	US	9.6	9.3	8.7	14.0	12.8	11.4	20.4	19.2	17.0
Kerry Group Plc-A	KYG	IR	12.5	11.4	10.3	15.3	14.0	12.7	17.5	15.3	13.5
Cranswick Plc	CWK	GB	8.7	8.1	7.6	11.7	10.2	9.7	14.7	13.2	12.4
Mediana			7.1	6.3	5.9	11.7	10.2	9.3	14.7	11.0	10.1
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		205.6	61.8	63.1	67.3	37.3	38.6	43.0	18.2	19.7	23.6
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			234	192	192	230	189	194	268	217	239

Wycena **217**

Wycena na 1 akcję **0.78**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej względem spółek zagranicznych wyceniamy 1 akcję spółki na 0.78 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p
przychody netto	1 325.3	1 463.1	1 576.5	1 455.3	1 670.0	2 104.1	1 914.5	1 980.8	2 048.8
koszty wytworzenia	1 172.2	1 274.9	1 401.7	1 259.3	1 478.0	1 930.0	1 733.9	1 791.9	1 851.6
zysk brutto na sprzedaży	153.2	188.2	174.8	196.0	191.9	174.1	180.7	188.9	197.2
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	117.3	145.5	153.2	151.2	159.3	162.2	147.2	151.2	159.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	18.7	47.5	-229.3	12.9	16.0	-0.9	3.8	1.0	5.3
EBITDA	82.2	124.7	-172.7	92.2	83.5	36.7	61.8	63.1	67.3
EBIT	54.5	90.1	-207.7	57.8	54.4	11.1	37.3	38.6	43.0
saldo finansowe	-6.1	-99.9	-119.9	-22.0	-11.9	-19.3	-15.8	-15.2	-14.6
zysk przed opodatkowaniem	48.4	-9.8	-327.6	38.7	42.5	-8.2	21.4	23.5	28.5
podatek dochodowy	8.0	6.6	-20.0	6.3	3.3	11.7	3.2	3.8	4.8
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
zysk netto	40.1	-16.6	-307.8	32.1	39.3	-19.9	18.2	19.7	23.6
EPS	0.42	-0.17	-1.36	0.10	0.14	-0.07	0.07	0.07	0.08

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p
aktywa trwałe	569.2	721.9	547.5	516.8	498.3	476.5	494.7	509.0	523.3
wartości niematerialne i prawne	2.3	158.8	109.1	101.6	100.4	100.1	97.1	95.7	94.3
rzeczowe aktywa trwałe	358.9	434.1	390.1	353.0	335.9	325.9	311.3	309.3	307.8
inwestycje długoterminowe	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
aktywa obrotowe	310.5	377.1	216.9	267.6	266.3	268.1	251.9	252.9	258.9
zapasy	91.4	136.5	66.9	41.9	45.5	38.3	42.1	45.6	47.1
należności	186.4	220.1	127.5	111.8	152.7	164.8	147.4	152.5	157.8
inwestycje krótkoterminowe	32.6	20.1	27.2	42.8	20.5	13.9	12.3	5.7	5.9
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.4	22.0	71.1	47.7	51.1	50.1	49.1	48.1
aktywa razem	879.6	1 098.9	764.4	784.4	764.6	744.6	746.6	761.9	782.2
kapitał własny	447.5	380.2	257.0	309.5	348.2	327.1	345.3	365.0	388.7
zobowiązania	431.0	717.4	506.0	478.2	419.7	421.2	401.3	396.8	393.5
zobowiązania długoterminowe	106.8	155.1	114.4	205.6	183.0	139.1	136.7	132.5	128.7
zobowiązania krótkoterminowe	295.3	521.8	391.6	267.7	231.9	277.5	260.0	259.9	260.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	2.5	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5
pasywa razem	878.5	1 097.6	763.0	784.4	764.6	744.6	746.6	761.9	782.2
BVPS	4.64	3.91	1.14	1.00	1.25	1.18	1.24	1.31	1.40

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p
wynik netto	40.1	-16.6	-307.8	32.1	39.3	-19.9	18.2	19.7	23.6
amortyzacja	27.7	34.6	35.0	34.4	29.1	25.6	24.6	24.4	24.3
zmiana kapitału obrotowego	-96.2	-99.1	45.9	13.9	-34.3	25.5	-2.8	-4.2	-5.4
gotówka z działalności operacyjnej	-1.7	-5.8	78.4	23.1	57.1	29.7	42.2	40.5	46.2
inwestycje (capex)	-10.0	0.0	0.0	-23.7	-24.4	-20.5	-22.6	-22.9	-23.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-175.3	-112.2	-19.4	13.9	11.5	-7.7	-22.6	-22.9	-23.3
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	88.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	131.2	-16.4	-61.8	-22.1	-8.1	-3.5	-7.0	-6.1
gotówka z działalności finansowej	168.4	109.8	-49.3	-21.5	-90.9	-28.5	-21.3	-24.1	-22.7
zmiana gotówki netto	-8.6	-8.3	9.8	15.5	-22.3	-6.5	-1.6	-6.6	0.2
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	0.70	0.18	-1.21	0.22	0.25	0.02	0.15	0.16	0.17
FCFPS	-0.14	0.87	-0.50	0.39	0.25	0.35	0.27	0.27	0.28

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p
zmiana sprzedaży		10%	8%	-8%	15%	26%	-9%	3%	3%
zmiana EBITDA		52%	-239%	-153%	-9%	-56%	69%	2%	7%
zmiana EBIT		65%	-330%	-128%	-6%	-80%	237%	4%	11%
zmiana zysku netto		-141%	1756%	-110%	22%	-151%	-192%	8%	20%
marża EBITDA	6.2%	8.5%	-11.0%	6.3%	5.0%	1.7%	3.2%	3.2%	3.3%
marża EBIT	4.1%	6.2%	-13.2%	4.0%	3.3%	0.5%	1.9%	2.0%	2.1%
marża netto	3.0%	-1.1%	-19.5%	2.2%	2.4%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.2%
sprzedaż/aktywa (x)	1.5	1.3	2.1	1.9	2.2	2.8	2.6	2.6	2.6
dług / kapitał (x)	0.7	1.2	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
odsetki / EBIT	0.3	1.2	-0.6	0.4	0.2	1.7	0.5	0.4	0.4
stopa podatkowa	17%	-69%	6%	17%	8%	-141%	15%	16%	17%
ROE	9.0%	-4.4%	-119.8%	10.4%	11.3%	-6.1%	5.3%	5.4%	6.1%
ROA	4.6%	-1.5%	-40.3%	4.1%	5.1%	-2.7%	2.4%	2.6%	3.0%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-280.1	-442.2	-300.0	-215.3	-211.6	-207.5	-205.6	-205.2	-198.9

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
deweloperzy i energetyka

Wojciech Woźniak
+48 22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł elektromaszynowy

Lukasz Siwek
+48 22 598 26 71
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł chemiczny

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+48 22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Aleksandra Jastrzębska
+48 22 598 26 90
aleksandra.jastrzebska@millenniumdm.pl

Grażyna Mendrych
+48 22 598 26 26
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 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 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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona 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 animatora emitenta dla spółek: Ciech, Komppa, Selena, Skyline, Sygnity, Wielton od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: KGHM. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej lub otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług maklerskich czy doradczych od spółek: Impel, Bank Millennium, Getin Holding, Getin Noble Bank od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. 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 lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendacje, 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. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. 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, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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. 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 rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2013 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	16%
Akumuluj	21	42%
Neutralnie	19	38%
Redukuj	2	4%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	5	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora