

Publiczna oferta	
Liczba akcji przed emisją	2.3 mln sztuk
Liczba oferowanych akcji	1-2 mln sztuk
Liczba akcji po emisji	3.3-4.3 mln sztuk
Cena emisyjna (zł)	20

Dane rynkowe po emisji	
Sektor	przemysł mięsny
MC (mln. zł, 20 zł/akcję)	66-86
Free float (%)	30,3-46,51%
Kapitał własny (mln. zł)	50,9-70,6

Kalendarz oferty	
Book building	27/11-2/12
Publiczna subskrypcja	5-12/12
Zamknięcie publicznej subskrypcji	17/12
Rynek notowań	Notowania ciągłe

% struktura głosów na WZA przed emisją	
Bogna Duda-Jankowiak	35,9%
Marcin Duda	33,7%
Daria Duda	30,4%

	Sprzedaż	Δ	EBITDA	Δ	Zysk netto	EPS	Δ	P/E	P/BV	EV/EBITDA	DPS
	tys. zł	(%)	tys. zł	(%)	tys. zł	zł	(%)	(x)	(x)	(x)	PLN
2000	123 315	21,2	3 434	-	321	0,1	-	143,3	2,0	18,6	0,0
2001	194 530	57,8	7 690	123,9	2 514	1,1	683,2	18,3	1,8	8,9	0,0
2002p.	223 710	15,0	12 495	62,5	6 197	2,7	146,5	7,4	0,7	3,3	0,0
2003p.	257 266	15,0	16 093	28,8	8 025	1,9	-30,7	10,7	1,1	6,9	0,0
2004p.	290 710	13,0	18 867	17,2	9 957	2,3	24,1	8,6	1,0	6,0	0,0

Oferta publiczna

ZM DUDA

Wycena: 26 zł

Oferta publiczna

Na koniec września 2002 roku kapitał zakładowy ZM „Duda” wynosił 23 mln zł i składał się z 2.3 mln sztuk akcji zwykłych serii A o wartości nominalnej 10 zł. Obecnie wszystkie akcje spółki należą do członków rodziny Dudów. Największe pakiety posiadają następujący członkowie rodziny: pani prezes Bogna Duda-Jankowiak (35.86% kapitału zakładowego) oraz Marcin Duda (33.72%), Daria Duda (30.42%). Obecni właściciele traktują akcje spółki ZM „Duda” jako długoterminową inwestycję.

Oferta publiczna obejmuje od 1 do 2 mln akcji serii B. Oznacza to, że po emisji założyciele spółki razem posiadać będą od 53.5% do 69.7% kapitału zakładowego. Mimo wprowadzenia w Statucie Spółki zapisu, że jeden akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z więcej niż 25% akcji spółki, rodzina Dudów po emisji będzie w dalszym ciągu sprawować kontrolę nad spółką. Powyższy zapis w Statucie z pewnością stanowi dla obecnych akcjonariuszy swego rodzaju zabezpieczenie przed wrogim przejęciem lub działaniami przyszłego akcjonariusza, mogącymi zaszkodzić pozycji spółki na rynku.

Cele emisji

W wyniku sprzedaży akcji serii B spółka ZM „Duda” mogą pozyskać od 20 do 40 mln zł. W ramach konsolidacji branży spółka zamierza przeznaczyć około 20-25 mln zł na zakup innych firm branżowych. Obecnie prowadzone są negocjacje ze Skarbem Państwa dotyczące kupna dwóch zakładów mięsnych: Zakładów Mięsnych Łmeat w Łukowie oraz Zakładów Mięsnych w Płocku. Ponadto prowadzone są rozmowy w sprawie zakupu pakietów kontrolnych w czterech prywatnych zakładach mięsnych. Ekspansja spółki na nowe rynki wiąże się z koniecznością stworzenia nowoczesnej floty transportowej, obsługującej nowych klientów. W związku z tym szacuje się, iż na zakup specjalistycznych samochodów dostawczych niezbędne będą środki w

wysokości 2.5-3 mln zł. W planach spółki jest także budowa w nowym zakładzie linii szokowego schładzania mięsa, która umożliwi zachować naturalne walory smakowe surowca i ograniczy ubytki masy mięsnej. W celu zapewnienia stabilności dostaw wysokiej jakości surowca do produkcji spółka zamierza razem z Rabo Bankiem stworzyć zaplecze surowcowe, zapewniające wysokiej jakości surowiec do produkcji, zaspokajający docelowo 50% potrzeb firmy w tym zakresie i uniezależniający ją od cykli koniunkturalnych na rynku trzody. Koszt wspólnego przedsięwzięcia z bankiem holenderskim szacowany jest w wysokości 15-18 mln zł, w tym 7.5-8.5 mln zł ma pochodzić ze spółki, a resztę środków wyłoży bank. Około 5-7 mln zł środków z emisji planowane jest na zwiększenie kapitału obrotowego, bowiem dla branży charakterystyczne są krótkie terminy płatności zobowiązań i długie okresy spływu należności. W związku z tym spółka ma duże zapotrzebowanie na środki obrotowe potrzebne do finansowania zakupów u indywidualnych dostawców surowca.

Przedmiot działalności i sprzedaż

Początek Zakładów Mięsnych „Duda” sięga roku 1990, kiedy to Marek Duda założył przedsiębiorstwo o nazwie „Handel i Przetwórstwo Rolno-Spożywcze”. W roku 1996 firma została przekształcona w spółkę cywilną, która następnie w roku 1999 została przekształcona w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Na początku br. ZM „Duda” stały się spółką akcyjną.

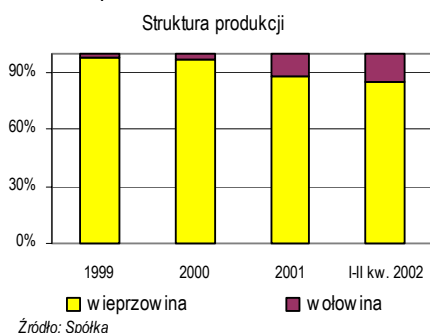
Zakłady Mięsne „Duda” są liczącym się producentem mięsa na terenie Wielkopolski. Obecnie jest to firma dwuzakładowa z nowoczesnym zakładem produkcyjnym w Grąbkowie (województwo wielkopolskie) oraz zakładem produkcyjnym w Czarnkowie (dawne województwo pilskie).

Zakłady Mięsne „Duda” od samego początku swej działalności tj. 1996 roku są firmą rodzinną, której główną działalnością jest ubój i rozbiór mięsa czerwonego (wieprzowego i wołowego). Podstawowymi produktami

spółki są półtusze wieprzowe i wołowe. Produkty wieprzowe stanowią około 90% ogólnej produkcji. Uzupełnieniem działalności produkcyjno-handlowej są usługi w sferze: zamrażania, składowania i transportu produktów spożywczych wymagających specjalistycznego sprzętu chłodniczego. Największym atutem ZM „Duda” jest ich przystosowanie do wymogów obowiązujących w Unii Europejskiej, których spełnienie zostanie potwierdzone w grudniu br. przyznaniem certyfikatu HACCP.

Produkcja skoncentrowana na uboju mięsa wieprzowego

Najważniejszą grupą asortymentową ZM „Duda” są produkty wieprzowe. W okresie 1999 - I pół. 2002 r. udział produktów wieprzowych w strukturze produkcji spółki zmniejszył się z 98% do 85%. Po okresie gwałtownego spadku popytu na mięso wołowe w latach 1999-2000 wywołanego chorobą BSE w roku ubiegłym nastąpił wzrost zainteresowania tym asortymentem. W rezultacie udział wołowiny w produkcji zwiększył się do ponad 15% w I półroczu br. z 2.1% w roku 1999.



Struktura przychodów ze sprzedaży spółki według grup asortymentowych jest bardzo zbliżona do struktury produkcji. W roku 2001 udział przychodów ze sprzedaży produktów wieprzowych stanowił 88.2% przychodów ze sprzedaży produkcji spółki, a wołowiny 11.8%. Po pierwszym półroczu br. wieprzowina stanowiła 85.3% przychodów ze sprzedaży według grup produktów, a wołowina odpowiednio 14.7%.

Przychody ze sprzedaży wg. grup asortymentowych

tys. zł	1999	2000	2001	I-II kw. 2002
wieprzowina	98 089	115 862	169 367	93 647
wołowina	3 143	5 694	23 055	16 081
Razem	101 232	121 556	192 422	109 728

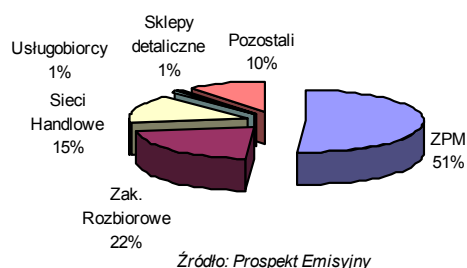
Źródło: Prospekt Emisyjny

Przychody spółki są narażone na okresowe wahania wywołane sezonowością podaży surowca i zmianami cen. Spółka wykorzystuje okresy niskich cen do magazynowania części produktów, co pozwala jej osiągać wyższą rentowność produkcji.

Szeroki krąg odbiorców

Głównymi rynkami zbytu dla wyrobów ZM „Duda” są województwa: mazowieckie i śląskie. Obroty z odbiorcami zlokalizowanymi na tych obszarach przekraczają 20% przychodów ze sprzedaży spółki. Do grupy strategicznych odbiorców ZM „Duda” należą zakłady przetwórstwa mięsnego, zakłady rozbiorowe i sieci handlowe (Tesco, Auchan, Real, Carrefour, Geant, Selgros).

Sprzedaż wg. grup odbiorców w 2001 r.



Ważnym klientem jest również Agencja Rynku Rolnego. Spółka współpracuje z ARR od roku 1996 poprzez oddziały terenowe w Poznaniu, Wrocławiu, Szczecinie i Warszawie. Współpraca ZM „Duda” z ARR polega głównie na interwencyjnym zakupie półtuszy wieprzowych i ćwierci wołowych, usługowym składowaniu mięsa oraz eksporcie półtuszy wieprzowych z zastosowaniem bezpośrednich dopłat agencyjnych. W roku 2001 udział

przychodów ze współpracy z Agencją przekroczył poziom 10% obrotów ogółem spółki.

W ciągu ostatnich lat systematycznie spada procentowy udział obrotów realizowanych z zakładami przetwórstwa mięsnego, zlokalizowanymi na terenie całego kraju. W roku 2001 przychody ze sprzedaży wygenerowane przez tę grupę odbiorców stanowiły 51.2% ogólnych przychodów spółki ze sprzedaży krajowej, podczas gdy w roku 1999 było to 64%, a roku 2000 – odpowiednio 59%. Spadek przychodów ze sprzedaży z tą grupą odbiorców rekompensowany jest wzrostem znaczenia sieci handlowych. Kolejną grupę klientów spółki stanowią zakłady rozbioru mięsa, które nie prowadzą własnego skupu i uboju żywca. Udział tej grupy odbiorców utrzymuje się na stabilnym poziomie i w roku ubiegłym wyniósł blisko 22% sprzedaży krajowej. Spore nadzieje zarząd spółki wiąże ze sprzedażą wyrobów do sieci supermarketów. Udział tej kategorii odbiorców w roku 2001 wyniósł 15.2%

Dynamicznie rośnie wartość eksportu

Dzięki zapowiadanej certyfikacji unijnej przed spółką rysuje się szansa zwiększenia sprzedaży eksportowej na rynki Europy Zachodniej. Spółka dopiero w czwartym kwartale 2001 roku wystartowała z działalnością eksportową na szeroką skalę, tworząc biuro eksportu. W pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku nastąpił dynamiczny wzrost udziału eksportu do 14.5% przychodów spółki. W roku 2001 eksport stanowił nieco ponad 2% łącznych przychodów spółki. Obecnie spółka posiada wszelkie uprawnienia eksportowe dla ubojni oraz chłodni składowych. Daje to możliwość eksportu wyrobów do wszystkich państw z wyjątkiem państw Unii Europejskiej, USA i Kanady. De facto oznacza to, że sprzedaż eksportowa może być realizowana do krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Zaopatrzenie w surowiec

Dla zapewnienia wysokiej jakości produktów spółki kluczowe znaczenie odgrywa jakość i stabilność dostaw surowca do produkcji. Lokalizacja spółki na terenie zagłębia hodowli trzody chlewnej jest czynnikiem sprzyjającym w pozyskiwaniu właściwego surowca. W związku z tym spółka prowadzi współpracę w zakresie dostaw surowca ze specjalistycznymi fermami i rolnikami indywidualnymi na terenie dawnego województwa leszczyńskiego. Skup żywca bezpośrednio od producentów zaspokaja zapotrzebowanie na surowiec w 95%, ale również obniża koszty zakupu surowca, zapewnia stabilną jakość, niezależnie od pośredników, gwarantuje ciągłość dostaw. Współpraca ZM „Duda” z dostawcami surowca oparta jest na wieloletnich umowach kontraktacyjnych na produkcję zwierzęcą oraz dostarczaniu swoim dostawcom know-how. Celem spółki w najbliższych latach będzie zbudowanie grupy producentów przy ZM „Duda”, co umożliwi zacieśnienie współpracy z dostawcami oraz umożliwi otrzymanie dofinansowania ze środków Unii Europejskiej w ramach programu SAPARD. Poza tym ZM „Duda” zamierza w współpracy z Rabo Bankiem stworzyć własne zaplecze surowcowe. Realizacja tej inwestycji jest przewidziana w okresie najbliższych 3-4 lat.

Pozycja ZM „Duda” na rynku.

Biorąc pod uwagę znaczne rozdrobnienie krajowego rynku mięsnego pozycja ZM „Duda” z 5% udziałem w rynku elementów mięsnych (półtusze wieprzowe i ćwierci wołowe) jest znacząca. W ostatnich latach wszystkie największe polskie zakłady mięsne notują straty netto, podczas gdy ZM „Duda” osiąga zyski netto. Działalność ZM „Duda” dzięki wysokiej specjalizacji nie podlega działaniom niekorzystnych czynników rynkowych w tak dużym stopniu jak konkurencji, ponieważ osiągnięta na sprzedaży marża w ujęciu kwotowym na jedną sztukę jest wielkością prawie że stałą. O masie zysku i udziału w

rynku decyduje liczba ubitych sztuk, która corocznie wzrasta.

Zasadniczą przewagą strategiczną ZM „Duda” nad konkurencją jest wąska specjalizacja i wysoka jakość produktów. W chwili obecnej w ZM „Duda” wdrażany jest obligatoryjny w przemyśle spożywczym system kontroli jakości HACCP oraz ISO 9001:2000 i ISO 14001. Zakończenie wdrażania i certyfikacji systemu HACCP planowane jest w grudniu 2002 roku, zaś certyfikacja pozostałych systemów jakościowych przewidziana jest w pierwszym kwartale 2003 roku. Spółka na początku przyszłego roku powinna otrzymać uprawnienia eksportowe na rynki Unii Europejskiej, które na pewno pomogą przyciągnąć nowych zagranicznych odbiorców. Efektem certyfikacji będzie również zwiększenie się liczby odbiorców produktów spółki, z grupy przetwórców posiadających uprawnienia unijne, którzy wymagają od swoich kontrahentów świadectw jakości HACCP oraz świadectw uprawniających do eksportu na rynki unijne. Zdecydowana większość dostawców, działających na niewielką skalę nie zdoła uzyskać uprawnień eksportowych. Ponadto uzyskanie certyfikatu HACCP pozwoli na rozszerzenie współpracy z hipermarketami, które pod względem wartości obrotu są obecnie trzecim odbiorcą produktów spółki. Zarząd przewiduje, że w perspektywie najbliższych dwóch lat nastąpi wzrost udziału supermarketów i hipermarketów w obrotach do 30%.

Branża mięsna w Polsce – otoczenie rynkowe

Polska jest czwartym w Europie i szóstym na świecie producentem wieprzowiny. Polski przemysł mięsny charakteryzuje się znacznym rozdrobnieniem. Na rynku mięsnym działa około 5 tys. firm, z których 60% to małe, zatrudniające mniej niż 6 osób, przedsiębiorstwa o zasięgu lokalnym. W wyniku procesu konsolidacji powstały trzy silne grupy przetwórcze: Animex, Morliny i Sokół. Firmy działające na polskim rynku są znacznie zróżnicowane pod względem technologicznym,

sanitarnym oraz wykorzystania potencjału produkcyjnego. Poza tym cechą polskiego przemysłu mięsnego jest niski poziom specjalizacji przedsiębiorstw. Jest to spowodowane przede wszystkim prowadzeniem w większości firm trzech głównych faz produkcyjnych tj. uboju, rozbioru i produkcji wędlin, podczas gdy w krajach Unii Europejskiej występuje ścisła specjalizacja działalności. Małe i średnie przedsiębiorstwa z reguły mają podobny do dużych firmy profil produkcyjny i strukturę asortymentową oferty towarowej. Firmy średnie i duże dokonują ponad 40% ubojów i 60% przetworów mięsnych w Polsce.

Nadwyżka podaży mięsa czerwonego nad popytem

Z powodu kryzysu rosyjskiego oraz spadku popytu wywołanego chorobami BSE i pryszczycą branża mięsna w Polsce przechodzi kryzys. W efekcie na rynku pojawiła się nadwyżka podaży mięsa czerwonego, której nie był w stanie wchłonąć rynek krajowy. Zmniejszające się dochody społeczeństwa ograniczyły popyt na szlachetne, markowe mięso czerwone i jego przetwory. W drugiej połowie lat 90-tych poziom produkcji wieprzowiny wahał się od 2300 tys. ton do 2675 tys. ton. W ubiegłym roku produkcja wieprzowiny zamknęła się kwotą 2350 tys. ton, natomiast w roku bieżącym planuje się 2250 tys. ton. W ostatnich kilku latach drastycznie spadła produkcja wołowiny z 800 tys. ton wagi poubojowej w 1990 roku do 330 tys. ton w 2000 roku. Oznacza to zmniejszenie się udziału wołowiny w produkcji mięsa z 25.5% do niecałych 12%.

Nasza dieta mięsna składa się głównie z mięsa wieprzowego, a w mniejszym stopniu – wołowego, drobiu i ryb. Według opinii ekspertów unijnych przewidywany jest stopniowy wzrost spożycia mięsa zarówno wieprzowego, wołowego i drobiowego kosztem wędlin. Z punktu widzenia rozwoju prowadzonej działalności przez ZM „Duda” stanowi to korzystny sygnał na najbliższe lata.

Kierunek Unia Europejska

Najbliższe lata będą niezwykle istotne dla przedsiębiorstw przemysłu mięsnego. W roku 2003 zaplanowane jest pełne wejście w życie ustawy weterynaryjnej, dzięki której powinna nastąpić selekcja wśród mniejszych zakładów przetwórczych i ubojni nie spełniających norm Unii Europejskiej. Wobec powyższego zwiększy się udział zakładów nowoczesnych w produkcji mięsa w Polsce. Już obecnie obserwuje się wzrost ubojów przemysłowych przy równoczesnym powolnym obniżaniu ubojów lokalnych. W wyniku działań służb weterynaryjnych zmniejsza się liczba czynnych rzeźni, a część zakładów mięsnych przygotowuje się do zawężenia profilu swojej działalności, tj. do rezygnacji z ubojów i skupienia się na obróbce mięsa i produkcji przetworów. Oznacza to, że uruchomiony został już proces przemieszczania się ubojów do zakładów, które spełniają lub są zdolne do osiągnięcia wymaganych standardów sanitarno-weterynaryjnych.

Reasumując stwierdzić należy, iż rozpoczęła się już restrukturyzacja części zakładów ubojowych sektora, prowadząca do koncentracji ubojów na cele handlowe. Wejście naszego kraju do Unii Europejskiej powinno również doprowadzić do poprawy kondycji finansowej tych zakładów, bowiem będzie następowała stopniowa eliminacja drobnych, lokalnych zakładów.

Niski poziom dostosowań branży mięsnej do unijnych standardów

Najbliższe lata będą niezwykle ważne dla przedsiębiorstw przemysłu mięsnego. W roku 2003 zaplanowane jest wejście w życie ustawy weterynaryjnej, dzięki której powinna nastąpić selekcja wśród mniejszych zakładów przetwórczych i ubojni nie spełniających norm sanitarnych i jakościowych. Stan dostosowania przemysłu mięsnego do wymogów UE jest jednak mały, a postęp w tej dziedzinie niewielki. Według danych

Związku Producentów, Eksporterów i Importerów Mięsa w Polsce na prawie 2800 rzeźni, tylko 19 spełnia unijne standardy, 2 działy rozbioru, 30 przetworni i 12 chłodni. 833 rzeźni ma szansę na wdrożenie norm unijnych, zaś prawie 1900 zakładów ze względu na brak możliwości zdobycia wymaganych funduszy na dostosowanie się do norm europejskich nie rokuje żadnych szans. Wobec powyższego oznaczać to będzie zmianę rynkowych uwarunkowań produkcji i przetwórstwa mięsa, ich zaostrzenie oraz poddanie tej działalności rygorom Unii Europejskiej. Jednocześnie następować będzie koncentracja produkcji wokół kilku dużych producentów o zasięgu ogólnokrajowym, zapewniających wysokiej jakości produkt, zarówno pod względem wymagań konsumentów, jak i obowiązujących norm sanitarnych i ekologicznych. Konieczność przestrzegania określonych norm i parametrów z pewnością pogłębi lukę technologiczną między przetwórstwem przemysłowym i lokalnym oraz obniży konkurencyjność małych firm, zarówno pod względem jakościowym, jak i cenowym. Generalnie brak dostosowania w odpowiednim czasie oznaczać będzie ryzyko zaprzestania prowadzenia działalności. W okresie przejściowym nie spełniające unijnych norm wyroby mięsne będą mogły być sprzedawane wyłącznie na rynku krajowym, a ich producenci nie zostaną objęci systemem dopłat bezpośrednich oraz cen gwarantowanych. W ten sposób w Polsce zmniejszy się konkurencja ze strony podmiotów nie spełniających norm, co poprawi pozycję rynkową ZM „Duda”.

Wycena

Wycenę spółki ZM „Duda” przeprowadzono przy wykorzystaniu dwóch metod: dochodowej w oparciu o zdyskontowane przepływy pieniężne oraz metodą porównawczą. Jako metodę wiodącą potraktowano wycenę dochodową przy wykorzystaniu DCF. Za takim rozwiązaniem przemawiał zarówno fakt, iż metoda DCF jest najbardziej poprawna z punktu widzenia wyceny

przedsiębiorstwa w ujęciu dynamicznym (uwzględnienie kilkuletniego horyzontu działania), jak również daje możliwość uwzględnienia najważniejszych czynników kształtujących wartość firmy (zmiany przychodów ze sprzedaży, relacje przychody/koszty operacyjne, wpływ struktury finansowania itp.). Dlatego też uważamy, że otrzymana metodą DCF wycena 26 zł za akcję najlepiej odzwierciedla bieżącą wartość spółki ZM „Duda”.

Wycenę porównawczą przeprowadzono na bazie najefektywniejszych giełdowych spółek sektora mięsnego (Indykpol, Morliny, Sokołów). Otrzymaną wartość akcji 19.6-20.4 zł traktujemy jako uzupełniającą. Uwzględnia ona obecne postrzeganie sektora mięsnego na giełdzie oraz przyznaną premię za wyniki.

Z powodu słabej kondycji finansowej spółek notowanych na GPW wycena z wykorzystaniem wszystkich wskaźników rynkowych jest niemożliwa. Ze względu na ujemną rentowność spółek: Indykpol, Morliny, Sokołów są one wyceniane poniżej wartości księgowej oraz wartość wskaźnika cena do sprzedaży jest zaniżona. W związku z tym uważamy, że względu na dobre wyniki ZM „Duda” w porównaniu z wymienionymi wyżej spółkami w wycenie akcji ZM „Duda” należy uwzględnić dodatkową 30% premię.

Wyniki i wskaźniki dla wybranych spółek mięsnych

	Sokołów		Morliny		Indykpol		Duda	
	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02
Przychody	894 289	898 716	476 738	457 903	489 883	517 611	194 530	206 650
Zysk brutto na sprzedaży	114 409	122 869	85 950	99 697	67 041	65 031	14 941	16 662
Zysk na sprzedaży	-9 484	2 237	2 006	5 895	4 714	1 269	8 788	7 125
EBIT	-16 845	2 534	-1 319	3 609	10 626	7 078	5 920	7 564
Zysk netto	-41 456	-5 157	-27 131	1 875	4 217	-2 074	2 514	4 648
Wskaźniki (%)	Sokołów		Morliny		Indykpol		Duda	
Marża brutto na sprzedaży	12,8	13,7	18,0	21,8	13,7	12,6	7,7	8,1
Marża na sprzedaży	-1,1	0,2	0,4	1,3	1,0	0,2	4,5	3,4
Marża operacyjna	-1,9	0,3	-0,3	0,8	2,2	1,4	3,0	3,7
EBITDA	-4,6	-0,6	-5,7	0,4	0,9	-0,4	1,3	2,2
Marża netto	-	-	-	0,4	0,01	-	1,29	2,25

Załącznik nr 1 - wycena metodą DCF

Rok	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
w mln PLN	2003F	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Sprzedaż	257 265,9	290 710,5	319 781,5	342 166,3	359 274,6	377 238,3	396 100,2	415 905,2	436 700,5	458 535,5
zmiana w %	15,0%	13,0%	10,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	13 819,7	16 163,4	17 529,7	18 581,8	19 385,9	20 230,2	21 116,7	22 047,5	23 024,9	24 051,2
% sprzedaży	5,4%	5,6%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%
Stopa podatkowa	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
NOPLAT	10 088,4	11 799,3	12 796,7	13 564,7	14 151,7	14 768,0	15 415,2	16 094,7	16 808,2	17 557,4
Amortyzacja	2 272,9	2 703,6	2 974,0	3 182,1	3 341,3	3 508,3	3 683,7	3 867,9	4 061,3	4 264,4
Przepływy gotówkowe brutto	12 361,3	14 502,9	15 770,7	16 746,9	17 493,0	18 276,4	19 098,9	19 962,6	20 869,5	21 821,7
% sprzedaży	4,8%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Zmiana kapitału obrotowego	-3 066	-4 946	-5 028	-4 796	-4 617	-5 125	-5 687	-6 308	-6 995	-7 754
Inwestycje	-10 000	-7 000	-5 200	-3 300	-3 600	-3 900	-4 100	-4 400	-4 700	-5 000
FCF	-705	2 557	5 543	8 651	9 276	9 251	9 312	9 254	9 174	9 067
<i>Koszt kapitału</i>										
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Koszt kapitału	12,2%	11,7%	11,9%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%	12,2%	12,1%	12,1%
<i>Koszt kredytu</i>										
Oprocentowanie kredytów	8,2%	6,7%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%
Podatek	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Koszt kredytu po opodatkow.	5,99%	4,89%	4,67%	4,75%	4,75%	4,82%	4,82%	4,89%	4,82%	4,80%
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>WACC</i>										
Udział kapitału	65,6%	70,8%	73,5%	76,9%	81,2%	85,2%	89,1%	92,8%	96,0%	98,7%
Udział kredytu	34,4%	29,2%	26,5%	23,1%	18,8%	14,8%	10,9%	7,2%	4,0%	1,3%
WACC	10,1%	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	11,7%	11,8%	12,0%
Współczynnik dyskonta	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,50	0,45	0,40	0,36
PV FCF	-640,4	2 117,7	4 173,6	5 904,4	5 722,0	5 140,2	4 648,5	4 136,7	3 668,0	3 237,3
Suma FCF	38 108,1									
PV ReV	41 275,2									
Zadłużenie netto	-4 534,5									
Wartość dla akcjonariuszy	113 585,8									
Liczba akcji (mln. szt.)	4 300,0									
Wartość 1 akcji (PLN)	26									

- 1) W modelu przyjęto założenie sprzedaży całej emisji po 20 zł za akcję
- 2) W okresie prognozy stopa podatkowa wyniesie 27%
- 3) Stopę wolną od ryzyka oraz koszt kredytu w poszczególnych latach wyznaczono na podstawie krzywej rentowności dla IRS

Załącznik nr 2 - wycena metodą porównawczą

	Sokołów		Morliny		Indykpol		Duda	
	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02	2001	IV/01-III/02
P/E	-	-	-	46,25	16,00	-	18,30	9,90
P/BV	0,95	0,96	1,05	0,91	1,24	1,37	1,78	1,57
P/S	0,26	0,26	0,18	0,19	0,14	0,13	0,24	0,22
P/EBIT	-	90,55	-	24,03	6,35	9,54	7,77	6,08
EV/EBITDA	13,52	8,03	3,13	7,46	6,65	7,90	8,94	9,18

Średnie wskaźniki	2001	IV/01-III/02
P/E	16,00	-
P/BV	1,08	1,08
P/S	0,19	0,19
P/EBIT	6,35	16,78
EV/EBITDA	7,77	7,80

Wartość akcji wg. metody porównawczej (zł/akcję)		
	2001	IV/01-III/02
P/E	17,5	-
P/BV	12,2	13,8
P/S	16,2	17,2
P/EBIT	16,3	55,2
EV/EBITDA	16,1	14,3

Średnia wycen	15,7	15,1
Wycena z premią (30%)	20,4	19,6

* Kursy akcji z dnia 03/12/02

** Obliczenia dla ZM "Duda" przy cenie emisyjnej 20 zł

Załącznik nr 3 –prognozy finansowe

Bilans					
tys. zł	2000	2001	2002P	2003P	2004P
Suma bilansowa	48 414	63 190	130 200	131 230	143 232
Majątek trwały	25 443	30 834	46 570	81 570	88 570
Rzeczowy majątek trwały	25 437	26 615	41 902	51 902	58 902
Finansowy majątek trwały	6	4 200	4 668	29 668	29 668
Majątek obrotowy	22 947	32 282	83 630	49 660	54 662
Zapasy	3 018	4 376	5 032	5 787	6 540
Należności	19 717	25 291	29 085	33 447	39 685
Kapitał własny	23 320	25 834	70 621	78 646	88 603
Kapitał akcyjny	23 000	23 000	43 000	43 000	43 000
Zobowiązania	25 086	37 213	58 948	51 954	53 998
Zobowiązania długoterminowe	5 330	4 447	17 551	13 551	9 551
Zobowiązania krótkoterminowe	19 756	32 766	41 397	38 403	44 447

Rachunek wyników					
tys. zł	2000	2001	2002P	2003P	2004P
Sprzedaż	123 315	194 530	223 710	257 266	290 710
Koszty sprzedanych towarów i produktów	114 424	179 589	204 918	233 597	263 093
Zysk brutto ze sprzedaży	8 891	14 941	18 792	23 668	27 617
Zysk operacyjny	2 441	5 920	10 415	13 820	16 163
Wynik z operacji finansowych	-1 890	-2 482	-1 809	-2 827	-2 523
Zysk przed opodatkowaniem	515	3 492	8 606	10 993	13 640
Zysk netto	321	2 514	6 197	8 025	9 957

Wskaźniki ekonomiczne					
	2000	2001	2002P	2003P	2004P
Rentowność (%)					
Rentowność sprzedaży brutto	7,2%	7,7%	8,4%	9,2%	9,5%
Rentowność operacyjna	2,0%	3,0%	4,7%	5,4%	5,6%
EBITDA	2,8%	4,0%	5,6%	6,3%	6,5%
Rentowność brutto	0,4%	1,8%	3,8%	4,3%	4,7%
Rentowność netto	0,3%	1,3%	2,8%	3,1%	3,4%
ROA	1,3%	4,5%	6,4%	6,1%	7,3%
ROE	2,8%	10,2%	12,9%	10,8%	11,9%
Płynność					
Płynność I stopnia	1,2	1,0	2,0	1,3	1,2
Płynność II stopnia	1,0	0,9	1,9	1,1	1,1
Kapitał pracujący (tys. zł)	3 191	-484	42 232	11 257	10 214
Zobowiązania (%)					
Suma zobowiązań / kapitał własny	107,6%	144,0%	83,5%	66,1%	60,9%
Wskaźnik zadłużenia	51,8%	58,9%	45,3%	39,6%	37,7%
Kapitał własny / majątek trwały	91,7%	83,8%	151,6%	96,4%	100,0%
Aktywność (dni)					
Rotacja należności	58	42	44	44	46
Rotacja zobowiązań	16	9	18	22	15
Rotacja zapasów	9	7	8	8	8
Wskaźniki rynkowe					
Dług netto (kredyty - gotówka)	17 812	22 169	-4 535	25 507	27 495
MC (tys. zł)	46 000	46 000	46 000	86 000	86 000
EV (tys. zł)	63 812	68 169	41 465	111 507	113 495
EBITDA (tys. zł)	3 434	7 690	12 495	16 093	18 867
EV/EBITDA	18,6	8,9	3,3	6,9	6,0
EBIT/EV	3,8%	8,7%	25,1%	12,4%	14,2%

Wskaźniki liczone przy cenie emisyjnej akcji 20 zł

Opracował: Dariusz Jacak

Pomiędzy IDM KB S.A. a Emitentem nie występują powiązania, o których mowa w par. 5, ust.1 Uchwały nr 509 KPWiG z dnia 13 sierpnia 2002r. 2 w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona przez Inwestycyjny Dom Maklerski Kredyt Banku S.A. na potrzeby klientów IDM KB S.A., z zachowaniem należytej staranności, na podstawie informacji pochodzących ze źródeł dostępnych i wiarygodnych. IDM nie gwarantuje jednak, że informacje źródłowe są w pełni dokładne i kompletne. Opinie wyrażone w niniejszym opracowaniu są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie mogą być inaczej interpretowane. Inwestycyjny Dom Maklerski Kredyt Banku nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody poniesione przez inwestorów spowodowane wykorzystaniem informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Niniejsza analiza nie może być traktowana jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody IDM jest zabronione.

Inwestycyjny Dom Maklerski Kredyt Banku S.A. oferuje:

- profesjonalną realizację transakcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
- zarządzanie portfelem papierów wartościowych na zlecenie klienta
- nowe emisje akcji
- nowe emisje obligacji Skarbu Państwa

Inwestycyjny Dom Maklerski Kredyt Banku S.A.
ul. Krucza 24/26, 00-526 Warszawa,
<http://www.kbmakler.pl>
e-mail: makler@kredytbank.com.pl

	<i>Telefony</i>
Sekretariat	629 70 09 628 18 68 (fax)
Rynek Pierwotny	629 16 81
Rynek Wtórny	629 62 32
Zespół Doradztwa i Analiz	629 22 60
Zespół Zarządzania Aktywami	621 26 65

Zapraszamy do Punktów Obsługi Klientów:

WARSZAWA
ul. Kasprzaka 22
tel. (0-22) 634 52 27

ul. Kondratowicza 35
tel.(0-22) 614 55 62

ul. Krucza 24/26
tel. (0-22) 628 85 73

Pl. Powstańców
Warszawy 4
Tel. (0-22) 653 10 62

BIAŁYSTOK
ul. A. Mickiewicza 50
tel. (0-85) 740 91 78

GDAŃSK
ul. Grunwaldzka 135
tel. (0-58) 344 74 70

KATOWICE
ul Szafranka 2-4
tel. (0-32) 256 16 28

KOSZALIN
ul. Zwycięstwa 20/24
tel (0-94) 341 41 76

KRAKÓW
ul. Królewska 63
tel. (0-12) 639 28 50,
639 28 51, 639 28 37

ŁÓDŹ
ul. Zgierska 42a
tel. (0-42) 613 41 62

POZNAŃ
Al. Niepodległości 22
tel. (0-61) 853 24 49

RADOM
ul. Żeromskiego 41
tel. (0-48) 36 00 888

RZESZÓW
ul. F. Chopina 30
tel. (0-17) 862 23 05

WROCŁAW
ul. Ofiar Oświęcimskich 19
tel. (0-71) 780 70 66

SOKOŁÓW PODLASKI
ul. Długa 25
tel. (0-417) 787 36 33

SZCZECIN
ul. J.Matejki 8
tel. (0-91) 814 51 37