



ZM Duda S.A.

rekomendacja

Kupuj

kurs docelowy

32 PLN

❑ Końcowa faza procesu inwestycyjnego

Duda znajduje się w końcowej fazie procesu inwestycyjnego, co w dalszej perspektywie zapewni spółce możliwość rozwoju bez znacznego zwiększania nakładów inwestycyjnych. Dzięki inwestycjom wydatnie zwiększyły się zdolności produkcyjne zakładów z zaledwie 1.000 szt. uboju dziennie do 2.600 w momencie uruchomienia nowego zakładu oraz do 3.600 po pełnym zakończeniu procesu inwestycyjnego związanego w końcowej fazie z modernizacją i rozbudową zaplecza chłodniczego.

❑ Zamknięcie procesu dostosowawczego do standardów UE

Wdrażając niezbędny system jakości HACCP oraz uzyskując certyfikaty ISO 14000 i ISO 9001:2000, Duda zmierza w kierunku rozszerzenia sprzedaży na rynki Europy Zachodniej. Osiągnięcie międzynarodowych norm jakościowych stawia spółkę wśród nielicznych zakładów mięsnych przygotowanych na przystąpienie Polski do Unii Europejskiej.

❑ Zamiar czynnego udziału w konsolidacji rynku

Polskie zakłady mięsne charakteryzują się wysokim rozdrobnieniem i niską specjalizacją. ZM Duda zamierzają wziąć czynny udział w konsolidacji polskiego rynku mięsnego i jego przemianach strukturalnych. Zmiany rynkowe związane z dostosowaniem do norm unijnych mogą w efekcie być dodatkowym czynnikiem pozwalającym spółce na zwiększenie udziału rynkowego.

❑ Atrakcyjna wycena rynkowa

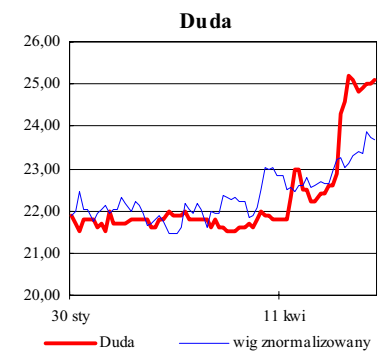
Spółka przeprowadziła w końcu ubiegłego roku nową emisję akcji, wchodząc jednocześnie na giełdę. Nowa emisja przyczyniła się do podniesienia wskaźników giełdowych, lecz mimo to ich poziom nadal jest atrakcyjny. Wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 32,17 PLN, co w stosunku do aktualnej ceny giełdowej jest wyceną z premią. W oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniliśmy Dudę na 32,71 PLN, co również daje wartość akcji z premią w stosunku do aktualnej wyceny giełdowej. Uwzględniając obie wyceny oraz perspektywy rozwoju spółki rekomendujemy kupno akcji Dudy z ceną docelową 32 PLN.

Ticker

GPW	DUD
Reuters	DUDA.WA

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	26,50
wycena DCF (zł)	32,71
min 52 tyg (zł)	21,50
max 52 tyg (zł)	26,50
kapitalizacja (tys. zł)	87 826
EV (tys. zł)	111 726
liczba akcji (tys.)	3 314
free float (tys. zł)	18,3%
free float (tys. zł)	16 055
śr. obrót/msc (tys. zł)	9 502



Zmiana kursu	Duda	WIG
1 miesiąc (%)	9,1%	5,5%
3 miesiące (%)	15,7%	6,1%
6 miesięcy (%)		
12 miesięcy (%)		

Akcjonariat	% akcji i głosów
Duda-Jankowiak Bogna Maria	24,89
Duda Marcin Jerzy	23,39
Duda Daria	21,10
AIG PTE SA, Warszawa	6,31
Bankowy OFE	6,03

Poprzednie rekomendacje

data	rekomendacja	kurs
nie sporządzano rekomendacji		

analityk:

Radosław Solan

tel. (0-22) 521-79-41

e-mail:

Radoslaw.Solan@pkobp.pl

Dane finansowe

tys. zł	2000	2001	2002	2003p	2004p
sprzedaż	123 315	194 530	219 881	280 500	320 274
EBITDA	3 433	7 690	12 135	14 636	16 297
zysk netto	320	2 514	6 156	7 323	8 226
EPS (zł)	0,10	0,76	1,86	2,21	2,48
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,40	1,29	2,44	3,04	3,47
P/E	274,5	34,9	14,3	12,0	10,7
P/BV	3,77	3,40	2,42	1,37	1,22
EV/EBITDA	32,5	14,5	9,2	7,6	6,9

p - prognoza BDM PKO BP SA

Bankowy Dom Maklerski
PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22)521-80-00
fax (0-22)521-79-46
e-mail: infobdm@pkobp.pl

Informacja na temat
powiązań pomiędzy BDM
a spółką znajduje się na
ostatniej stronie
niniejszego opracowania

RAPORT analityczny

Wnioski analityczne

Końcowa faza inwestycji

Zakłady Mięsne Duda S.A. w Grąbkowie znajdują się w końcowej fazie procesu inwestycyjnego, który nie tylko przyniósł nową technologię uboju i przez to zdecydowaną poprawę jakości produktów, ale także znacznie zwiększył zdolności produkcyjne spółki, mimo decyzji o zaprzestaniu produkcji w starym zakładzie. Zakończenie procesu modernizacji i rozbudowy chłodni dodatkowo zwiększy moce przerobowe zakładu w Grąbkowie i pozwoli na dalszy wzrost przychodów spółki bez konieczności ponoszenia kolejnych inwestycji. Po zakończeniu procesu inwestycyjnego związanego z zapleczem chłodniczym spółka otrzyma częściowy zwrot poniesionych nakładów inwestycyjnych z funduszy SAPARD w wysokości 5,1 mln PLN. Duże znaczenie dla Dudy, specjalizującej się w uboju, ma lokalizacja zakładów w rejonie wielkopolskiego centrum hodowli trzody chlewnej, co pozwala na zakup surowca bezpośrednio od producentów, a także jego selekcję.

Bardzo dobra pozycja rynkowa

Wdrażając niezbędny system jakości HACCP oraz uzyskując certyfikaty ISO 14000 i ISO 9001:2000, Duda zmierza w kierunku rozszerzenia sprzedaży na rynki Europy Zachodniej. Osiągnięcie międzynarodowych norm jakościowych stawia spółkę wśród nielicznych zakładów mięsnych przygotowanych na przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Ma to ogromne znaczenie z punktu widzenia silnie rozdrobnionego polskiego rynku mięsnego, który w najbliższym czasie przechodzić będzie zmiany strukturalne mające na celu działania konsolidacyjne oraz pogłębienie specjalizacji działających zakładów. Duda zamierza czynnie wziąć udział w tych działaniach. Wiele z działających zakładów mięsnych w Polsce nie będzie w stanie wdrożyć norm unijnych, co spowoduje ich marginalizację lub zaniechanie produkcji. Wszystkie te czynniki będą przyczyniać się do tego, iż udział rynkowy omawianej spółki może znacznie wzrosnąć.

Wycena i rekomendacja

Spółka przeprowadziła w końcu ubiegłego roku nową emisję akcji, wchodząc jednocześnie na giełdę. Nowa emisja przyczyniła się do podniesienia wskaźników giełdowych, lecz mimo to ich poziom nadal jest atrakcyjny. Wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 32,17 PLN, co w stosunku do aktualnej ceny giełdowej jest wyceną z premią. W oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniliśmy Dudę na 32,71 PLN, co również daje wartość akcji z premią w stosunku do aktualnej wyceny giełdowej. Uwzględniając obie wyceny oraz perspektywy rozwoju spółki rekomendujemy kupno akcji Dudy z ceną docelową 32 PLN.

Wycena DCF

Model DCF

Wartość jednej akcji Dudy wyceniliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych na 32,71 PLN. Nasza wycena jest wyższa od aktualnej ceny rynkowej o 31,9%. Na potrzeby wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- 10-letni okres prognozy,
- dalszą stopę wzrostu FCFF po ostatnim roku prognozy na poziomie 3% nominalnie (realny wzrost na poziomie 0%),
- stałą premię rynkową na potrzeby oszacowania wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego na poziomie 4,5%,
- docelową stopę inflacji na poziomie 3%,
- współczynnik beta równy jedności,

Wycena DCF

DCF (mln PLN)	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Przychody ze sprzedaży	280,5	320,3	361,1	407,4	447,1	480,2	506,5	533,1	555,3	576,7
EBIT	11,9	13,0	14,1	16,2	18,5	20,3	21,4	22,6	23,5	24,4
stopa podatkowa	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
NOPLAT	8,7	9,5	10,3	11,8	13,5	14,8	15,6	16,5	17,1	17,8
amortyzacja	2,8	3,3	3,9	4,2	4,5	4,3	4,4	4,0	4,1	4,1
nakłady inwestycyjne	-13,6	-9,4	-7,2	-6,7	-7,1	-5,6	-6,0	-5,7	-6,0	-5,7
zmiana kapitału obrotowego	-3,9	-3,4	-3,5	-3,4	-3,3	-2,8	-2,2	-2,2	-1,9	-1,8
FCF	-6,1	0,0	3,6	6,0	7,6	10,7	11,8	12,6	13,4	14,5

kalkulacja WACC

inflacja średnioroczna (proc.)	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (proc.)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1	5,1	5,1
premia rynkowa (proc.)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
koszt kapitału (proc.)	11,0	10,0	10,0	10,0	9,9	9,8	9,6	9,6	9,6	9,6
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	5,2	4,6	4,0	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
D/E+D	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
WACC (proc.)	9,6	8,7	8,8	9,0	9,2	9,5	9,6	9,6	9,6	9,6
czynnik dyskontujący	0,9470	0,8712	0,8007	0,7346	0,6727	0,6143	0,5605	0,5114	0,4666	0,4258

wycena

DFCF	-5,7	0,0	2,8	4,4	5,1	6,6	6,6	6,5	6,2	6,2
Suma DFCF	38,6									
wartość rezydualna	220,1									
zdyskontowana wart. rezyd.	93,7									
wartość DCF	132,3									
dług netto	23,9									
wartość kapitałów własnych	108,4									
ilość akcji (mln)	3,3									
Wartość akcji Dudy (PLN)	32,71									

wrażliwość wyceny	1%	2%	3%	4%	5%
WACC -2 pkt proc.	39,90	45,93	54,58	68,03	91,84
WACC -1 pkt proc.	32,07	36,14	41,65	49,57	61,87
WACC	26,13	28,99	32,71	37,76	45,00
WACC +1 pkt proc.	21,48	23,55	26,17	29,58	34,20
WACC +2 pkt proc.	17,76	19,30	21,20	23,60	26,72

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza

Przeprowadzona przez nas wycena metodą porównawczą oparta jest o uśrednione wskaźniki bieżące dla odpowiedników porównywanej spółki. Dzięki temu wyceniana spółka otrzymuje wycenę rynkową opartą o wyniki już osiągnięte przez spółki w branży. Metoda ta może być jednakże obarczona błędem, gdyż nie uwzględnia ona potencjału rozwoju spółki oraz branży, a z definicji przyjmuje się, iż wyceniana spółka powinna osiągać średnie rezultaty w sektorze. Wycena może również ulec zmianie w przypadku wyboru innego zestawu wskaźników lub porównywanych podmiotów.

W czwartym kwartale 2002 r. Duda S.A. przeprowadziła nową emisję akcji znacznie zwiększając kapitał zakładowy spółki. Ma to znaczenie szczególnie w przypadku wskaźników cenowych P/BV oraz P/E. Wskaźniki dla Dudy policzone zostały przy aktualnej ilości 3,31 mln akcji, co dało, bezpieczną, maksymalną wysokość tych wskaźników. W przypadku użycia przy obliczaniu wskaźników P/BV oraz P/E średniej ilości akcji w ostatnich czterech kwartałach wskaźniki te wyniosłyby odpowiednio 1.70(x) oraz 9.65(x). W związku z tym, iż średnia ilość akcji ulegałaby wzrostowi w kolejnych trzech kwartałach, przy założeniu innych czynników niezmiennych wskaźniki te w sposób naturalny również ulegałyby wzrostowi. Eliminując to zjawisko zastosowaliśmy wskaźniki maksymalne.

Metodą porównawczą wyceniamy jedną akcję ZM DUDA S.A. z Grąbkowa na 32.17 PLN, co daje wartość akcji wyższą od aktualnego kursu giełdowego spółki o 21,4% (kurs 26,50 PLN).

Wycena metodą porównawczą

		EV/S (x)	EV/EBITDA (x)	EV/EBIT (x)	P/BV (x)	P/E (x)
Beef-San		0,10	3,47	5,75	0,20	-
Drosed		0,18	4,50	10,33	1,02	-
Sokołów		0,40	13,41	-	0,91	-
Indykpol		0,28	6,38	13,65	1,12	16,67
Średnia 1		0,33	10,25	12,08	0,96	16,67
Chapeco		1,41	-	30,95	2,19	-
Campofrio		0,51	7,86	16,30	1,44	19,75
Smithfield Foods		0,48	11,46	22,80	1,57	48,22
Perdigao		0,52	5,21	7,22	1,05	86,49
Średnia 2		0,62	9,46	19,84	1,47	51,23
DUDA		0,56	7,69	18,29	2,21	12,60
Wyceny implikowane						
<i>mediana 1</i>	30,41	15,02	30,66	30,41	13,76	32,99
<i>mediana 2</i>	33,93	33,93	27,74	54,58	21,10	101,36
średnia	32,17	24,47	29,20	42,49	17,43	67,17

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Charakterystyka spółki

Działalność podstawowa

Podstawowa działalność Zakładów Mięsnych DUDA S.A. w Grąbkowie to skup i ubój żywca wieprzowego i wołowego oraz konfekcjonowanie i rozbiór mięsa. Działalność produkcyjno-handlową ZM DUDA S.A. można podzielić na dwie podstawowe grupy:

- produkcja i sprzedaż wieprzowiny: półtusze wieprzowe i elementy mięsa drobnego, tłuszcz, podrobów, wędlin oraz jelit, stanowiąca ok. 85% ogółu produkcji i przychodów spółki;
- produkcja i sprzedaż wołowiny: ćwierci wołowe, półtusze cielęce, elementy mięsa drobnego, skór wołowych, podrobów i jelit.

Działalność usługowa spółki obejmuje:

- zamrażanie towarów w nowoczesnej komorze zamrażalniczej,
- składowanie towarów spożywczych w chłodni składowej,
- specjalistyczne usługi transportowe przewóz żywca i towarów spożywczych,
- usługi sprzętem ciężkim.

Działalność usługowa ZM DUDA S.A. jest jak na razie w fazie rozwoju, dlatego też jej wpływ na wyniki finansowe spółki nie jest wyraźnie widoczny.

Źródła zaopatrzenia

Duda współpracuje w zakresie dostaw surowca głównie ze specjalistycznymi fermami hodowlanymi i z rolnikami indywidualnymi, których gospodarstwa są zlokalizowane na terenie dawnego województwa leszczyńskiego. Skup surowca bezpośrednio od producentów jest dla spółki korzystny, gdyż dzięki temu osiąga ona:

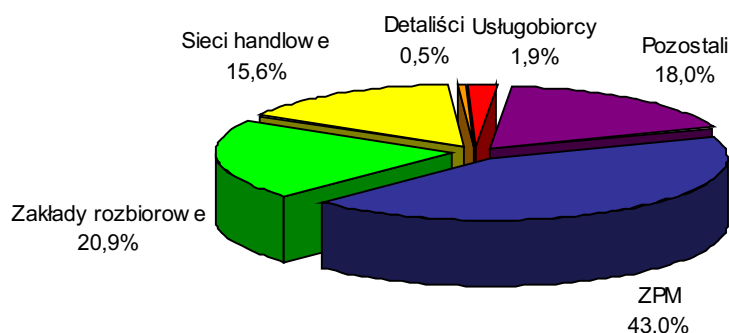
- niższe ceny zakupu surowca,
- stabilny poziom jakości,
- brak zależności od pośredników,
- ciągłość dostaw.

Skup żywca bezpośrednio od producentów zaspakaja zapotrzebowanie na surowiec w 95%, grupa tych dostawców jest zaś na tyle zróżnicowana (gospodarstwa rolno - hodowlane, fermy trzody chlewnej, spółdzielnie produkcyjne oraz rolnicy i dostawcy indywidualni), aby wykluczyć uzależnienie od nich. Pozostałe 5% surowca dostarczanych jest przez firmy pośredniczące w handlu surowca. Spółka szczerzy się wzorową współpracą z grupami producenckimi, co znalazło wyraz w nagrodzie "Złotej Szytki" przyznawanej na branżowych targach "Ferma świń i drobiu". Spółka współuczestniczy w tworzeniu Grupy Producentów Trzody Chlewnej przy Zakładach Mięsnych "DUDA", co umożliwi zacieśnienie współpracy z dostawcami, oraz stworzy podstawy do ubiegania o dofinansowanie modernizacji lokalnego rolnictwa ze środków Unii Europejskiej, takich jak fundusze PHARE lub SAPARD.

Odbiorcy

Jak na razie ZM Duda nie są uzależnione od jakiejkolwiek kategorii odbiorców, lecz zakłady te zamierzają zacieśnić współpracę z dużymi sieciami handlowymi. To zaś może spowodować wydłużenie ściągłości należności, a także w pewnym momencie dosyć duże uzależnienie od zamówień z hipermarketów.

Grupy odbiorców Dudy

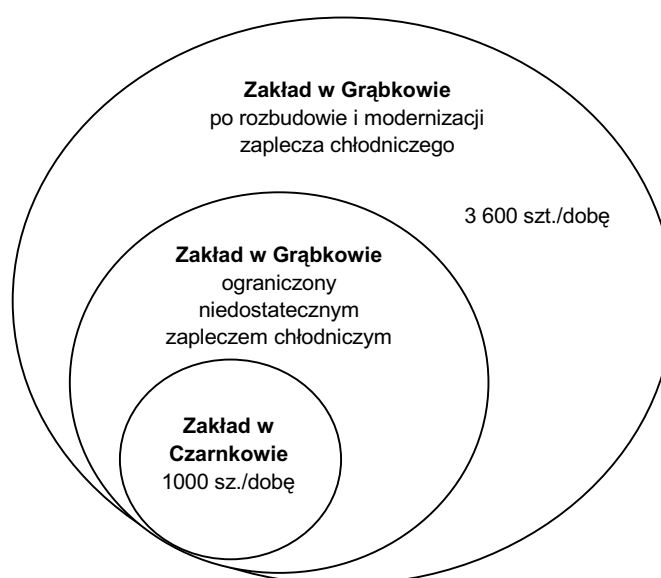


Źródło: ZM Duda S.A., szacunki własne

Przychody

Zanim uruchomiony został zakład produkcyjny w Grąbkowie zdolności przerobowe jedyne go zakładu spółki w Czarnkowie wynosiły 1000 szt. uboju dziennie. Dzięki uruchomieniu nowego zakładu w Grąbkowie, moce przerobowe Dudy skokowo wzrosły o 2600 szt. dziennie, przy czym podjęto decyzję o zaniechaniu produkcji w starym zakładzie w Czarnkowie. Aktualne zdolność produkcyjne 2600 szt. wzrosną o kolejne 1000 szt. dziennie po zakończeniu inwestycji związanej z modernizacją i rozbudową zaplecza chłodniczego. W związku z uruchomieniem nowego zakładu prognoza zarządu, podtrzymana po pierwszym kwartale, zakłada w tym roku wzrost przychodów o ponad 30%.

Zdolności produkcyjne ZM DUDA S.A. w Grąbkowie

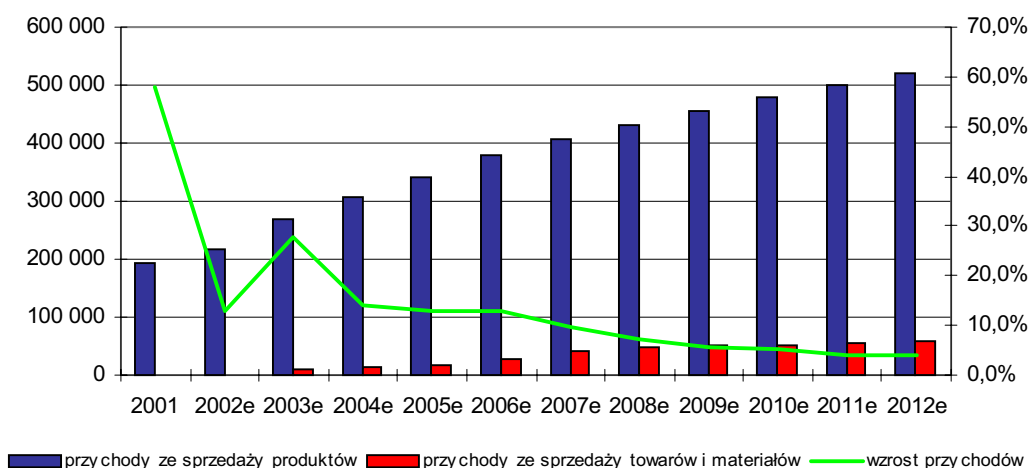


Źródło: BDM PKO BP S.A.

W pierwszym kwartale 2003 r. ZM Duda zakończyły wdrożenie systemu bezpieczeństwa produkcji żywności (HACCP). Pozwoli to wyruszyć spółce z własną ofertą na rynki unijne. Tymczasem pierwszy kwartał przyniósł, zwłaszcza w jego końcówce, znaczny wzrost przychodów z eksportu do Rosji w związku z wchodzącymi od kwietnia kontyngentami eksportowymi na mięso wieprzowe oraz pierwszymi transakcjami z nowopozyskanym kontrahentem rosyjskim. Przychody z eksportu w pierwszym kwartale stanowiły 10% przychodów w ogóle. Zarząd spółki zakłada, iż wraz z przystąpieniem Polski do UE przychody ze sprzedaży eksportowej osiągną w tym okresie udział w sprzedaży wszystkich krajowych zakładów łącznie 20%. My zakładamy, że docelowy udział eksportu DUDY w przychodach wyniesie 10%.

Wraz ze zbliżającym się przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej nasilać się będą działania mające na celu przeciwdziałanie i eliminację tzw. "szarej strefy" na rynku mięsnym. Coraz bardziej istotna stanie się także jakość dostarczanego mięsa z ubojni do odbiorców. Na tym tle prezentowane Zakłady Mięsne wypadają bardzo korzystnie. Unowocześniając zaplecze produkcyjne Duda jest w stanie podwoić swój udział w rynku. Z 2796 rzeźni zarejestrowanych w Polsce jedynie 19 działa zgodnie ze standardami Unii Europejskiej, szansę na wdrożenie tych norm mają jeszcze 833 rzeźnie, reszta zaś zmuszona będzie zaniechać działalności.

Prognoza przychodów ZM DUDA S.A.



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Koszty, kształtowanie się marż oraz inwestycje

Po osiągnięciu marży na działalności produkcyjnej i handlowej w wysokości 9%, spodziewamy się znacznego osłabienia jej dynamiki wzrostu, przy czym będzie to raczej wynikiem stabilizacji marży produkcyjnej niż handlowej. Marża na sprzedaży towarów osiągana jest głównie na sprzedaży eksportowej, w której marże zależą od rynków na które eksportowane będą towary. Duże rozdrobnienie rynku mięsnego w Polsce może zaś nie sprzyjać, utrzymaniu rosnącego tempa wzrostu marż produkcyjnych tym bardziej, że do grona zakładów które posiadają w chwili obecnej certyfikaty eksportowe i jakościowe zgodne ze standardami Unii Europejskiej dołączają będą kolejne firmy. Wraz z przystąpieniem Polski do UE polskie zakłady mięsne znajdą się na nowym, szerszym rynku. W związku z tym przewidujemy nieznaczny wzrost dynamiki kosztów sprzedaży w spółce.

Zwiększając z 8 do 16 mln PLN limitu kredytu w ramach "Programu wspierania restrukturyzacji i modernizacji przemysłu mięsnego w Polsce" Spółka podjęła działania w celu pozyskania dopłat do oprocentowania wspomnianego kredytu ze środków Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. Pozwoli to na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia oraz zwiększenie marży brutto.

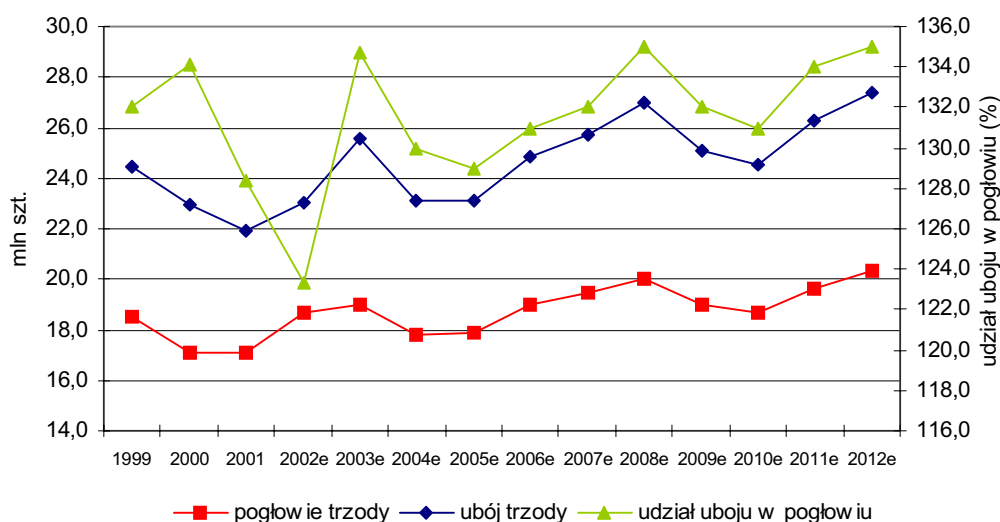
Najważniejszą inwestycję związaną z uruchomieniem zakładu w Grąbkowie spółka ma już za sobą, choć nadal pozostaje do modernizacji budynki i wyposażenie chłodni i magazynów w Grąbkowie zgodnie ze standardami Unii Europejskiej. Na ten cel Zakłady Mięsne otrzymają 5,1 mln PLN bezzwrotnej i nie opodatkowanej pomocy ze środków programu SAPARD. Wcześniej jednakże wartość inwestycji musi osiągnąć 12 mln PLN. Ważne jest, iż w związku z otrzymaniem wspomnianych funduszy spółka może przekroczyć prognozę przychodów na ten rok. Inwestycje w pomieszczenia i urządzenia chłodnicze ma dla spółki ogromne znaczenie, gdyż po uruchomieniu nowego zakładu w Grąbkowie, którego zdolności produkcyjne przekraczają 3600 szt. dziennie, niezbędne stało się dostosowanie chłodni do zwiększonych rozmiarów produkcji. Brak odpowiedniego zaplecza chłodniczego ogranicza tymczasem nowopowstały zakład do 2600 szt. dziennie. Po zakończeniu najważniejszych inwestycji związanych bezpośrednio z procesami produkcyjnymi spółka zamierza aktywnie kontynuować udział w procesach konsolidacji na rynku podmiotów zajmujących się ubojem. Stąd należy się spodziewać, iż tempo inwestycji przedmiotowych spadnie po 2004 r. (zakładamy, iż tempo inwestycji majątkowych po 2004 r. nieznacznie przekracza bądź poziom amortyzacji), zwiększeniu mogą natomiast ulec inwestycje podmiotowe.

Branża mięsna w Polsce

Krajowy przemysł mięsny charakteryzuje się stosunkowo mocną pozycją na rynku średnich przedsiębiorstw. Obecnie dominującym typem zakładu mięsnego jest przetwornia, której częścią jest własna rzeźnia oraz dział rozbioru. Obok tych zakładów działają przetwornie mające tylko własny rozbiór oraz niezależne rzeźnie, o małej i średniej skali produkcji. Według danych Związku Producentów, Eksporterów i Importerów Mięsa ubojem zajmuje się w kraju 2796 firm, rozbioru dokonuje 2769 firm, zaś produkcją przetworów z mięsa czerwonego zajmuje się 2649 przedsiębiorstw. Dla porównania w Niemczech działa 314 zakładów ubojowych, 954 zakładów rozbiorowych, 295 chłodni i mroźni oraz 1503 zakładów przetwórczych. Na tym tle widać, iż na polskim rynku brakuje specjalizacji, konkurencja jest wyjątkowo duża, a to wydatnie przyczynia się do minimalizacji marż. Warto zwrócić uwagę, iż niemiecki rynek mięsny jest większy od polskiego. Zupełnym przeciwieństwem Polski jest w kwestii uboju rynek duński, na którym w 1998 r. funkcjonowało 22 ubojnie z jednym niemal monopolistą posiadającym 94% rynku.

W Polsce ubija się w małych rzeźniach ok. 60% trzody oraz 40% bydła. Zdecydowana większość ubojni nie spełnia jednakże norm unijnych. Tak więc w dużych i średnich firmach odbywa się zaledwie 40% ubojów i 60% produkcji przetworów mięsnych. Szczególnie niepokojące wydawać się może duże rozdrobnienie ubojów. Konieczna jest większa koncentracja ubojów, choćby ze względu na poprawę jakości surowca. Udział małych lokalnych rzeźni z obecnego poziomu 60% powinien spaść do ok. 10%. Daje to olbrzymie możliwości dużym i średnim wyspecjalizowanym ubojniom do zwiększenia udziału w rynku, a także zwiększenia eksportu produkowanego mięsa. Dla konsumentów zaś oznaczałoby to więcej mięsa o lepszej jakości, produkowanego zgodnie z unijnymi normami.

Wykres Ubój w zakładach mięsnych



Źródło: Inspekcja Weterynaryjna. prognoza własna

Polskie zakłady mięsne są bardzo słabo wyspecjalizowane, a możliwości produkcyjne wykorzystywane są w 60%. Nadwyżka zatrudnienia i zdolności produkcyjnych rzędu 30-40% powoduje trudną sytuację ekonomiczną większości przedsiębiorstw, skazując licznych uczestników rynku na wycofywanie się z branży lub upadek. Wykorzystanie zdolności produkcyjnych w ubojniach trzody chlewnej szacuje się na 45%, uboju bydła na około 25%, a rozbioru na około 50%. Stosunkowo najlepiej wykorzystują swoje moce zakłady przetwórcze, gdzie w przypadku wędlin stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych jest bliski 70%. Wysoki poziom jakości produkcji potwierdzony uprawnieniami eksportowymi do Unii Europejskiej posiada zaledwie 19 rzeźni, 23 przetwornie i jedynie 6 chłodni mięsa.

Zdaniem Inspekcji Weterynaryjnej szansę na uzyskanie takich uprawnień mają jeszcze 833 rzeźnie i 944 zakłady przetwórcze. Ze względu na stan obiektów i infrastruktury technicznej, większość firm nie będzie w stanie dostosować wszystkich faz produkcji do wymogów UE i będzie zmuszona do ograniczenia swojej produkcji. Prognozowane zmiany w strukturze sektora spowodują czterokrotny spadek liczby rzeźni oraz dwukrotny spadek liczby przetwórci.

Niepokojącym zjawiskiem w branży mięsnej jest niska aktywność inwestycyjna. Jedną z głównych przyczyn takiego stanu rzeczy jest trudna sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw. Hamująco na rozwój przemysłu mięsnego wpływało bardzo powolne tempo przemian strukturalnych w rolnictwie oraz małe zainteresowanie kapitału zagranicznego inwestycjami w polskie przetwórstwo mięsne. Zjawisko to jest tym bardziej niepokojące, iż potrzeby inwestycyjne firm z tej branży będą coraz większe, uwzględniając fakt wejścia Polski w struktury unijne. W celu osiągnięcia poprawy wyników firmy przemysłu mięsnego dążyły do poprawy wydajności pracy. Robiły to przede wszystkim poprzez redukcję zatrudnienia. Poziom zatrudnienia w dużych i średnich przedsiębiorstwach spadł z 71,8 tys. w roku 1997 do 62,6 tys. zatrudnionych w 2001 r. Wydajność pracy w roku 2001 była wyższa o 27% niż w roku 1997, a zatrudnienie spadło w tym okresie o 13%.

Istnieją już pewne symptomy poprawy w branży, jak choćby ponowne spoglądanie polskich eksporterów mięsa na rynek rosyjski. Mimo, iż Rosjanie wprowadzili kontyngenty eksportowe nadal jest to rynek, podobnie jak rynek Unii Europejskiej, o czołowym znaczeniu dla producentów mięsa w Polsce. Cała branża jednak będzie najprawdopodobniej jeszcze przez pewien okres przeżywać dość trudny okres. Po kryzysie rosyjskim, chorobach BSE i pryszczycy polskie zakłady czeka spory wysiłek związany z dostosowaniem standardów prowadzonej działalności do wymogów Unii Europejskiej. Wydaje się, że właśnie ta ostatnia kwestia zdeterminuje wyniki finansowe polskich zakładów mięsnych w najbliższych latach oraz określi sytuację całej branży na starcie w nowych już "unijnych" realiach.

Analiza SWOT

Mocne strony

- Duża rezerwa zdolności produkcyjnych, która po zakończeniu procesu modernizacji i rozbudowy chłodni pozwoli na bezinwestycyjny rozwój,
- Lokalizacja zakładów związana z zapleczem surowcowym,
- Osiąganie stałego zysku na ubitej sztuce niezależnie od okresowych wahań cen surowca,
- Wysoka specjalizacja zakładów nastawiona głównie na ubój,
- Nowa technologia uboju pozwalająca uzyskać mięso wysokiej jakości,
- Brak uzależnienia od jednego źródła dostaw,
- Umowy z dużymi kontrahentami,
- Zakład przystosowany do standardów Unii Europejskiej,
- Wysoka wydajność pracowników;

Słabe strony

- Niedostateczna baza chłodnicza nie pozwalająca w pełni wykorzystać zdolności produkcyjnych,
- Długie okresy spływu należności oraz krótkie terminy płatności zobowiązań,
- Duże zapotrzebowanie na środki obrotowe związane z potrzebą finansowania zakupu surowca u indywidualnych dostawców,
- Częściowe uzależnienie od współpracy z dużymi partnerami handlowymi;

Szanse

- Wstąpienie Polski do UE i rozszerzenie rynków zbytu,
- Wejście do nowego segmentu rynku - dostawców produktów mięsnych do Unii Europejskiej,
- Nastawienie na klienta hurtowego,
- Naturalna eliminacja części konkurentów, w wyniku przepisów ograniczających handel mięsem i jego przetworami do zakładów spełniających przepisy unijne,
- Rozszerzenie współpracy z hipermarketami,
- Wysoka dynamika eksportu,

Zagrożenia

- Rosnąca konkurencja i umacnianie się pozycji największych podmiotów na rynku,
- Możliwość napływu tańszych, dotowanych produktów o wysokiej jakości z UE,
- Skokowe zmiany cen żywca,
- Występowanie ogólnościatowych zagrożeń zdrowotnych wśród zwierząt hodowlanych;

Daty przekazywania przez spółkę raportów okresowych

1. Raporty kwartalne:

- II kwartał 2003:
 - jednostkowy 4 sierpnia 2003
 - konsolidowany 14 sierpnia 2003
- III kwartał 2003:
 - jednostkowy 3 listopada 2003
 - skonsolidowany 13 listopada 2003

2. Raport półroczny:

- jednostkowy 15 września 2003
- skonsolidowany 15 października 2003

3. Raport roczny (2002):

- jednostkowy 2 czerwca 2003
- skonsolidowany 25 lipca 2003

Sprawozdania finansowe

BILANS (mln PLN)	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
AKTYWA	92,7	108,0	120,7	131,0	140,7	150,1	157,8	168,7	188,1	208,5	230,2
Aktywa trwałe	52,8	64,1	70,3	73,6	76,1	78,8	80,1	81,8	83,4	85,3	86,9
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Rzeczowy aktywa trwałe	42,1	53,0	59,0	62,2	64,7	67,3	68,6	70,3	72,0	73,9	75,4
Inwestycje długoterminowe	10,4	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Długoterminowe RMK	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	39,9	43,8	50,4	57,4	64,6	71,3	77,6	86,9	104,6	123,1	143,3
Zapasy	5,1	6,6	7,6	8,5	9,1	9,9	10,7	11,3	11,8	12,3	12,8
Należności	33,1	35,1	40,0	45,1	50,9	55,9	60,0	63,3	66,6	69,4	72,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,4	2,2	2,8	3,8	4,6	5,5	6,9	12,3	26,1	41,4	58,4
RMK	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PASYWA	92,7	108,0	120,7	131,0	140,7	150,1	157,8	168,7	188,1	208,5	230,2
Kapitał własny	36,3	63,9	72,1	81,4	92,4	105,4	119,9	136,3	154,0	173,0	193,4
Kapitał zakładowy	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1	33,1
Kapitały zapasowy i rezerwowe	-3,0	23,4	30,8	39,0	48,2	59,3	72,2	86,8	103,2	120,9	139,9
Wyniki finansowy roku obrotowego	6,2	7,3	8,2	9,3	11,0	12,9	14,6	16,4	17,7	19,0	20,4
Zobowiązania i rezerwy	56,4	44,1	48,6	49,6	48,3	44,8	37,9	32,4	34,1	35,5	36,8
Rezerwy	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	14,6	14,5	17,0	17,0	13,5	10,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	40,7	29,1	31,6	32,6	34,8	34,8	32,9	32,4	34,1	35,5	36,8
RMK bierne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: BDM PKO BP S.A.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (mln PLN)	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Sprzedaż netto	219,9	280,5	320,3	361,1	407,4	447,1	480,2	506,5	533,1	555,3	576,7
Sprzedaż produktów	218,9	269,3	307,5	343,0	378,9	406,8	432,2	455,9	479,8	499,8	519,0
Sprzedaż towarów i materiałów	0,9	11,2	12,8	18,1	28,5	40,2	48,0	50,7	53,3	55,5	57,7
Koszty sprzedanych produktów, towarów i m	201,0	255,2	291,2	328,2	369,6	404,8	434,5	458,3	482,3	502,4	521,7
Koszt wytworzenia produktów	200,3	246,1	280,7	313,2	346,0	371,4	394,6	416,2	438,1	456,3	473,9
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,7	9,0	10,5	15,0	23,7	33,4	39,9	42,0	44,2	46,1	47,9
Zysk brutto na sprzedaży	18,9	25,3	29,1	32,9	37,8	42,2	45,8	48,3	50,8	52,9	55,0
Koszty sprzedaży	7,0	8,4	9,6	11,6	13,4	14,8	15,8	16,7	17,6	18,3	19,0
Koszty ogólnego zarządu	4,0	5,0	6,4	7,2	8,1	8,9	9,6	10,1	10,7	11,1	11,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	12,1	14,6	16,3	18,0	20,4	23,0	24,6	25,8	26,6	27,6	28,5
Amortyzacja	1,9	2,8	3,3	3,9	4,2	4,5	4,3	4,4	4,0	4,1	4,1
EBIT	10,2	11,9	13,0	14,1	16,2	18,5	20,3	21,4	22,6	23,5	24,4
Wynik na operacjach finansowych netto	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,1	-0,8	-0,4	1,0	1,8	2,5	3,5
Wynik brutto	8,5	10,0	11,3	12,7	15,1	17,7	20,0	22,4	24,3	26,0	27,9
Opodatkowanie	-2,3	-2,7	-3,0	-3,4	-4,1	-4,8	-5,4	-6,1	-6,6	-7,0	-7,5
Wynik netto	6,2	7,3	8,2	9,3	11,0	12,9	14,6	16,4	17,7	19,0	20,4
<i>wzrost sprzedaży netto</i>	13,0%	27,6%	14,2%	12,7%	12,8%	9,7%	7,4%	5,5%	5,2%	4,2%	3,8%
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,6%	9,0%	9,1%	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
<i>marża EBITDA</i>	5,5%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%
<i>marża EBIT</i>	4,6%	4,2%	4,1%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
<i>marża brutto</i>	3,9%	3,6%	3,5%	3,5%	3,7%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%
<i>marża netto</i>	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%

Źródło: BDM PKO BP S.A.

CASH FLOW (mln PLN)	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Zysk netto	5,2	7,3	8,2	9,3	11,0	12,9	14,6	16,4	17,7	19,0	20,4
Amortyzacja	1,9	2,8	3,3	3,9	4,2	4,5	4,3	4,4	4,0	4,1	4,1
Zmiana stanu kapitału obrotowego	-6,2	-3,9	-3,4	-3,5	-3,4	-3,3	-2,8	-2,2	-2,2	-1,9	-1,8
Inne	0,0	-1,1	-0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	0,9	5,1	7,6	9,8	11,7	14,1	16,1	18,6	19,5	21,2	22,7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-18,2	-13,6	-9,4	-7,2	-6,7	-7,1	-5,6	-6,0	-5,7	-6,0	-5,7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	17,4	9,3	2,4	-1,6	-4,2	-6,1	-9,0	-7,2	0,0	0,0	0,0
wpływy z emisji akcji	0,0	20,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana stanu zadłużenia	20,2	-11,0	2,4	-1,6	-4,2	-6,1	-9,0	-7,2	0,0	0,0	0,0
inne	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	0,1	0,8	0,6	1,0	0,8	0,9	1,4	5,4	13,8	15,2	17,1
Środki pieniężne na początek okresu	1,2	1,4	2,2	2,8	3,8	4,6	5,5	6,9	12,3	26,1	41,4
Środki pieniężne na koniec okresu	1,4	2,2	2,8	3,8	4,6	5,5	6,9	12,3	26,1	41,4	58,4

Źródło: BDM PKO BP S.A.

WSKAŹNIKI FINANSOWE	2002a	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
ROE (%)	17,0	11,5	11,4	11,4	11,9	12,3	12,1	12,0	11,5	11,0	10,5
ROA (%)	6,6	6,8	6,8	7,1	7,8	8,6	9,2	9,7	9,4	9,1	8,8
Wskaźnik płynności bieżącej	0,98	1,51	1,60	1,76	1,85	2,05	2,36	2,69	3,07	3,47	3,89
Wskaźnik płynności szybkiej	0,86	1,28	1,36	1,50	1,59	1,77	2,04	2,34	2,72	3,12	3,54
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,03	0,07	0,09	0,12	0,13	0,16	0,21	0,38	0,77	1,17	1,59
Rotacja zapasów (dni)	7,7	7,5	8,0	8,0	7,8	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,9
Rotacja należności (dni)	47,8	43,8	42,2	42,5	42,4	43,0	43,4	43,8	43,9	44,1	44,2
Rotacja zobowiązań bieżących (dni)	33,0	26,1	24,0	24,2	24,2	24,5	24,8	25,0	25,0	25,1	25,2
cykl konwersji gotówki (dni)	22,6	25,2	26,2	26,3	26,0	26,1	26,4	26,6	26,7	26,8	26,9
zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (mln F)	13,8	19,6	23,3	26,4	29,5	32,4	35,2	37,5	39,5	41,4	43,0
kapitał obrotowy netto (mln PLN)	19,9	23,8	27,1	30,6	34,0	37,3	40,0	42,2	44,4	46,3	48,1
Produktywność aktywów trwałych	5,26	4,80	4,76	5,02	5,44	5,77	6,04	6,26	6,45	6,58	6,70
Produktywność aktywów	2,82	2,80	2,80	2,87	3,00	3,07	3,12	3,10	2,99	2,80	2,63
Zadłużenie majątku długiem odsetkowym (%)	39,6	23,8	23,3	20,2	15,8	10,8	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
D/E (%)	101,1	40,2	39,0	32,6	24,1	15,4	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zadłużenie netto / EBITDA (x)	2,9	1,6	1,6	1,3	0,9	0,5	0,0	-	-	-	-
EBITDAPS	5,28	4,42	4,92	5,45	6,16	6,96	7,43	7,79	8,04	8,33	8,62
CEPS	3,52	3,05	3,47	3,97	4,59	5,27	5,69	6,26	6,58	6,98	7,40
EPS	2,68	2,21	2,49	2,80	3,33	3,91	4,40	4,95	5,36	5,74	6,15
Capex / Sprzedaż netto (%)	8,3	4,9	2,9	2,0	1,6	1,6	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
Stopa podatku CIT (%)	28,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0

Źródło: BDM PKO BP S.A.



Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22)521-80-00, fax (0-22)521-79-46

e-mail: infobdm@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa

Kierownik
makler papierów wartościowych
miedź, przemysł paliwowy, przemysł papierniczy

Sebastian Słomka
(022) 521 79 10
sebastian.slomka@pkobp.pl

doradca inwestycyjny
telekomunikacja, media

Radosław Solan
(022) 521 79 41
radoslaw.solan@pkobp.pl

informatyka

Michał Janik
(022) 521 79 13
michal.janik@pkobp.pl

budownictwo i nieruchomości, energetyka
turystyka i hotelarstwo

Marek Majewski
(022) 521 87 23
marek.majewski@pkobp.pl

Wydział Transakcji

pion obsługi klientów instytucjonalnych

Bartosz Jarczy
(022) 521 82 11
bartosz.jarczy@pkobp.pl

Przemysław Nowicki
(022) 521 82 13
przemyslaw.nowicki@pkobp.pl

Rafał Grzybowski
(022) 521 82 10
rafal.grzybowski@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak
(0-22)521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Artur Szymecki
(0-22)521 82 14
artur.szymecki@pkobp.pl

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze Spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.

Pomiędzy BDM a spółką nie występują powiązania, o których mowa w §5 Uchwały nr 509 Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 13 sierpnia 2002 r. w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych.