



ZM Duda S.A.

rekomendacja

Kupuj

kurs docelowy

53.80 PLN

☐ Cele emisji akcji serii C

Środki z nowej emisji akcji zostaną przeznaczone w pierwszej kolejności na poszerzenie grupy kapitałowej poprzez akwizycje innych podmiotów z branży mięsnej oraz rozbudowę zaplecza surowcowego. Na powyższe cele spółka zamierza wydatkować ok. 40 mln PLN. W drugiej kolejności wraz z rosnącymi rozmiarami produkcji niezbędne stanie się zwiększenie środków obrotowych. Na ten cel Duda planuje przeznaczyć ok. 5 mln PLN.

☐ Znaczne zwiększenie udziału rynkowego jest realne

Wraz z wstąpieniem Polski do Unii Europejskiej architektura krajowego rynku mięsnego ulegnie bezwzględnej zmianie. Zyskają podmioty duże, zrestrukturyzowane, o określonej specjalizacji produkcji oraz spełniające surowe normy weterynaryjne i fitosanitarne UE. Do takich niewątpliwie zaliczają się Zakłady Mięsne Duda z Grąbkowa. Pozyskane środki z emisji zapewnią Grupie Dudy dalszy wzrost jej zdolności produkcyjnych, co przy zwiększonej skali działania pozwoli z jednej strony efektywnie obniżyć koszty produkcji, z drugiej zaś zwiększyć udział rynkowy. Oba czynniki powinny mieć wzmożony wpływ na rentowność Grupy.

☐ Ryzyko wystąpienia zagrożeń

Eksporterzy mięsa oczekują, iż legislator usunie kontrowersyjny zapis w ustawie weterynaryjnej o bezpośredniej sprzedaży mięsa z uboju gospodarczego. Nuanse owego zapisu uniemożliwiają pełną kontrolę jakości mięsa co może skłonić Komisję Europejską do wprowadzenia klauzul ochronnych uniemożliwiających zaś polskim eksporterom sprzedaż swoich wyrobów na rynku unijnym.

☐ Wzrost wyceny, rekomendacja bez zmian

Podnieśliśmy rekomendowany przez nas kurs docelowy ZM Dudy z 19 maja tego roku z 32,00 PLN do 53,80 PLN. W ciągu zaledwie pół roku pojawiło się wiele czynników zasługujących na uwzględnienie ich w wycenie spółki. Metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniliśmy Dudę na 61,00 PLN, zaś metodą porównania wskaźników rynkowych na 46,50 PLN. Nadal więc uważamy, że akcje spółki mają potencjał wzrostowy. W stosunku do aktualnych notowań wynosi on 13%, a może on być jeszcze większy w zależności od tego czy spółka nadal efektywnie korzystać będzie z programów pomocowych Unii Europejskiej.

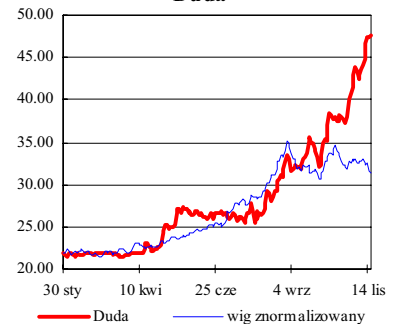
Ticker

GPW	DUD
Reuters	DUDA.WA

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	47.70
wycena DCF (zł)	61.00
min 52 tyg (zł)	20.90
max 52 tyg (zł)	48.50
kapitalizacja (tys. zł)	205 787
EV (tys. zł)	177 987
rozwodniona licz. akcji (tys.)	4 314
free float (proc.)	15.9
free float (tys. zł)	32 617
śr. obrót/msc (tys. zł)	10 331

Duda



Zmiana kursu	Duda	WIG
1 miesiąc (%)	24.9	-6.7
3 miesiące (%)	70.4	0.3
6 miesięcy (%)	90.0	32.1
12 miesięcy (%)	n/a	n/a

Akcjonariat

	proc. akcji i głosów
Duda-Jankowiak Bogna Maria	25.00
Duda Marcin Jerzy	23.40
Duda Daria	21.11
AIG PTE SA, Warszawa	7.70
Bankowy OFE	6.94

Poprzednie rekomendacje

data	rekomendacja	kurs
19.05.2003	Kupuj	32.00

analityk:

Radosław Solan

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

e-mail:

Radoslaw.Solan@pkobp.pl

Dane finansowe

tys. zł	2001	2002	2003p	2004p	2005p
sprzedaż	194 530	219 881	309 085	422 940	488 865
EBITDA	7 690	12 135	27 085	26 669	31 090
zysk netto	2 514	6 156	16 854	16 862	19 778
EPS (zł)	0.58	1.43	3.91	3.91	4.58
DPS (zł)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS (zł)	0.99	1.88	4.55	4.70	5.56
P/E	81.9	33.4	12.2	12.2	10.4
P/BV	7.97	5.67	1.76	1.54	1.34
EV/EBITDA	23.1	14.7	6.6	6.7	5.7

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

RA
ANALITYCZNY

Wycena

Model DCF

Uaktualniliśmy naszą wycenę ZM Duda z dnia 19 maja 2003 r. przeprowadzoną metodą DCF podwyższając jej wartość z 32,71 PLN do 61,00 PLN. Do wzrostu wyceny przyczyniło się kilka czynników:

- Zmiana stawki podatku dochodowego od osób prawnych z 27% na 19%,
- Uwzględnienie powiększenia Grupy ZM Duda o spółki Jasan oraz Jasan Nowy,
- Zwiększenie docelowego udziału w rynku uboju trzody chlewnej przeprowadzanego pod nadzorem weterynaryjnym z 3,0 do 3,7%,
- Uwzględnienie wyższych marż realizowanych przez spółkę;

Wycena DCF

DCF (mln PLN)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Przychody ze sprzedaży	422.9	488.9	544.6	596.1	639.3	685.4	726.6	765.3	803.9	838.5
EBIT	23.3	26.9	30.0	32.8	35.2	37.7	40.0	42.1	44.2	46.1
<i>stopa podatkowa (proc.)</i>	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
NOPLAT	18.8	21.8	24.3	26.6	28.5	30.5	32.4	34.1	35.8	37.4
<i>amortyzacja</i>	3.4	4.2	5.0	5.4	5.5	5.7	5.5	5.6	5.8	6.1
<i>nakłady inwestycyjne</i>	-37.1	-16.7	-11.7	-9.6	-9.6	-9.5	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
<i>zmiana kapitału obrotowego</i>	-13.9	0.9	-9.9	1.6	-8.6	1.1	-7.8	1.5	-7.8	2.2
FCF	-28.7	10.2	7.7	23.9	15.8	27.8	20.5	31.7	24.3	36.1

kalkulacja WACC

<i>inflacja średnioroczna (proc.)</i>	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<i>stopa wolna od ryzyka (proc.)</i>	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
<i>premia rynkowa (proc.)</i>	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
<i>beta</i>	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<i>koszt kapitału (proc.)</i>	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
<i>koszt długu po opodatkowaniu (proc.)</i>	6.1	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<i>D/E+D</i>	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
WACC (proc.)	10.7	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
<i>czynnik dyskontujący</i>	0.9107	0.8204	0.7391	0.6659	0.5999	0.5404	0.4869	0.4386	0.3952	0.3560

wycena

DFCF	-26.2	8.4	5.7	15.9	9.5	15.0	10.0	13.9	9.6	12.9
<i>Suma DFCF</i>	74.6									
<i>wartość rezydualna</i>	451.4									
<i>zdyskontowana wart. rezyd.</i>	160.7									
wartość DCF	235.4									
<i>dług netto</i>	-27.8									
wartość kapitałów własnych	263.2									
<i>ilość akcji (mln)</i>	4.3									
Wartość akcji Dudy (PLN)	61.00									

wrażliwość wyceny	1%	2%	3%	4%	5%
WACC -2 pkt proc.	71.08	77.45	85.95	97.85	115.70
WACC -1 pkt proc.	61.28	65.81	71.63	79.39	90.26
WACC	53.55	56.87	61.00	66.33	73.42
WACC +1 pkt proc.	47.33	49.81	52.84	56.63	61.49
WACC +2 pkt proc.	42.23	44.12	46.39	49.16	52.63

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Pozostałe nasze założenia:

- 10-cio letni okres prognozy,
- Stopa wzrostu FCFF po ostatnim roku prognozy na poziomie 3% nominalnie,
- Stała premia rynkowa na poziomie 4,5%,
- Docelowa stopa inflacji na poziomie 3,0%,
- Współczynnik beta równy jedności;
- Założyliśmy, iż spółka przeprowadzi nową emisję akcji po 45 PLN, zaś środki zostaną wydatkowane zgodnie z celami emisji;

Wycena porównawcza

Zaniechaliśmy porównania Dudy do innych spółek z branży notowanych na warszawskiej giełdzie, gdyż jednostronność ich wskaźników rynkowych wynikająca ze znacznie słabszej kondycji finansowej i osiągniętych poziomów rentowności powodowałaby nieuzasadnione zaniżenie wyceny spółki. Wycenę przeprowadziliśmy w oparciu o wskaźniki czołowych producentów z branży mięsnej na świecie. Wycena porównawcza jest zbieżna z aktualnymi notowaniami rynkowymi spółki.

Porównanie wskaźników rynkowych

	P/E (x)			EV/S (x)			EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Campofrio	16.27	13.00	11.56	0.48	0.46	0.45	6.41	5.84	5.48	10.82	9.46	8.99
Smithfield Foods	38.57	17.20	11.90	0.51	0.51	0.44	12.68	8.45	6.80	27.21	12.19	10.01
Perdigao	7.09	4.86	3.75	0.47	0.41	0.36	4.88	3.83	3.28	7.65	5.35	3.52
Hk-Ruokatalo	9.85	8.78	7.56	0.41	0.39	0.36	5.05	4.78	4.53	8.88	7.75	7.10
Mediana	13.06	10.89	9.56	0.47	0.43	0.40	5.73	5.31	5.01	9.85	8.61	8.05
Implikowane EV				146	184	196	155	142	156	240	200	216
Implikowane MC	220	184	189									
EV	182											
dług netto	-28											
Kapitał własny	201											
ilość akcji	4											
Wartość akcji	46.50											

Źródło: Bloomberg, BDM PKO BP S.A.

Potencjalne korzyści

W związku z czekającym spółkę programem inwestycyjnym zarząd spółki będzie starał się w dalszym ciągu korzystać z programu SAPARD, a następnie po wejściu Polski do Unii Europejskiej z przyznanych Polsce programów pomocowych. Potencjalnych korzyści z tego tytułu nie uwzględniliśmy w wycenie z uwagi na ryzyko wynikające z biurokratyzmu związanego z programami pomocowymi oraz ryzykiem podatkowym związanym z możliwością opodatkowania wpływów z programów pomocowych UE. Mimo to chcielibyśmy wskazać na istnienie prawdopodobieństwa skorzystania ze wspomnianych programów przez Grupę Dudy i możliwość osiągnięcia przez holding dodatkowych wpływów finansowych, które miałyby potencjalny wpływ na wycenę akcji spółki. Spółka w roku obecnym otrzyma zwrot wydatków inwestycyjnych z programu SAPARD, co jest dla niej dużym sukcesem. Poznanie mechanizmu ubiegania się o zwrot części nakładów inwestycyjnych dodatkowo wskazuje na możliwość jego uzyskania. Spółka będzie mogła skorzystać nie tylko z programów strukturalnych na stałe wpisanych w politykę UE, ale także z programów dostosowawczych opartych na tzw. funduszach spójności dostępnych tuż po wejściu Polski do UE. Przedział zakresu pomocy z różnego rodzaju funduszy waha się od 20% do 80% poniesionych nakładów inwestycyjnych. W naszych szacunkach za poziom ten przyjęliśmy 50% szacowanych przez nas nakładów inwestycyjnych spółki na rzeczowe aktywa trwałe oraz założenie, iż od przyszłego roku zwrot nakładów inwestycyjnych z programów pomocowych będzie podlegał opodatkowaniu (jak na razie nic nie wskazuje na opodatkowanie tych wpływów, lecz pojawiają się już pierwsze głosy w tej sprawie, co pozwala przypuszczać, że owe wpływy mogą zostać opodatkowane). Przy założeniu, że Duda będzie korzystała ze środków pomocowych UE przez czas nieokreślony przyrost wartości spółki wyniósłby 9,6 PLN na akcję.

Nawet jeśli przyjmimy, iż spółka skorzysta z owych programów tylko przez 10 lat nadal istnieje potencjał wzrostu wartości akcji o 6,7 PLN. W prognozie wyników finansowych dodatkowe wpływy z tytułu zwrotów z programów pomocowych nie zostały przez nas uwzględnione.

Potencjalny wpływ na wartość akcji wykorzystania programów pomocowych UE

(mln PLN)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>inwestycje w rzeczowy majątek trwały</i>	17.1	16.7	11.7	9.6	9.6	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6
<i>zwrot poniesionych inwestycji (proc.)</i>	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
wpływy nieopodatkowane	8.6	8.4	5.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
<i>stopa podatkowa (proc.)</i>	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
wpływy po opodatkowaniu	6.9	6.8	4.7	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
<i>WACC (proc.)</i>	10.7	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
<i>czynnik dyskontowy</i>	0.9107	0.8204	0.7391	0.6659	0.5999	0.5404	0.4869	0.4386	0.3952	0.3560
<i>suma zdyskontowanych wpływów</i>	28.9									
<i>wartość rezydualna</i>	35.2									
<i>zdyskontowana wart. rezyd.</i>	12.5									
wartość obecna wpływów	41.4									
<i>ilość akcji</i>	4.3									
wartość na akcję*	9.60									
wartość na akcję**	1.46	2.75	3.56	4.16	4.71	5.19	5.63	6.02	6.37	6.69

* wartość wpływów na akcję przy założeniu bezterminowego wykorzystania programów pomocowych

** wartość wpływów na akcję przy założeniu wykorzystania programów pomocowych jedynie do danego roku

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Przyjęliśmy wycenę średnią z obu zastosowanych przez nas metod wyceny ustalając wartość jednej akcji ZM Duda na 53,70 PLN. Jednocześnie zwracamy uwagę na możliwość wzrostu wyceny akcji wraz z możliwością wykorzystania przez spółkę środków z programu SAPARD w 2004 r. oraz środków z programów pomocowych po wstąpieniu Polski do UE.

Cele nowej emisji spółki oraz jej pozycja rynkowa

Cele emisji

Nie ma dziś już wątpliwości, iż Duda jest jedną z najszybciej rozwijających się spółek z branży mięsnej w Polsce. Spółka posiada ukształtowaną pozycję rynkową, a przede wszystkim jest jedną z nielicznych w kraju spółek spełniających surowe kryteria Unii Europejskiej dotyczące produkcji i eksportu mięsa. Na uwagę zasługuje także nowoczesne zaplecze produkcyjne stawiające zakłady z Grąbkowa pośród najnowocześniejszych w Europie. Ponad wszystko zarząd spółki jasno prezentuje strategię dalszego rozwoju nie tylko spółki, ale całej Grupy Kapitałowej szczególnie w kontekście nadchodzących zmian na krajowym rynku mięsnym po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

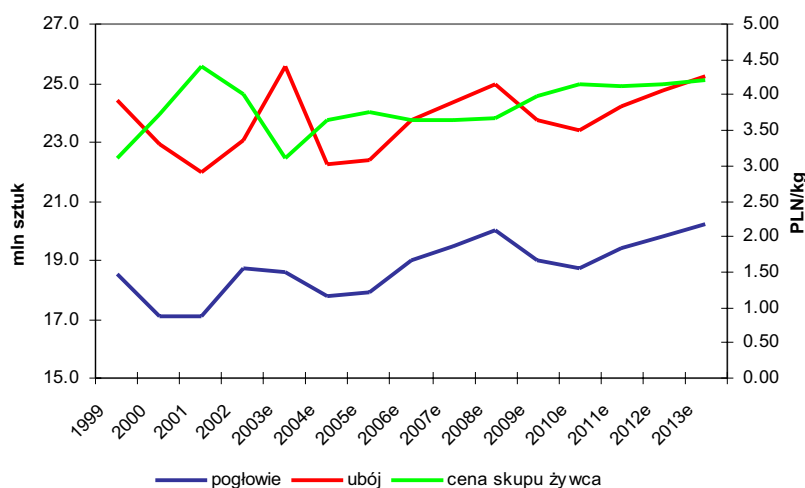
W związku z dynamicznym rozwojem Grupy Kapitałowej ZM Duda spółka podjęła decyzję o nowej emisji 1 000 000 akcji serii C.

Cele emisji zostały podzielone na trzy kategorie, z których realizacja dwóch pierwszych stanowi dla spółki priorytet.

- Pierwszym celem jest rozwój Grupy Kapitałowej poprzez zakup pakietów kontrolnych akcji/udziałów podmiotów reprezentujących branżę mięsną. Na ten cel spółka planuje przeznaczyć ok. 20 mln PLN.

Aż 96% sprzedaży produktów i towarów Dudy stanowią przychody z produkcji mięsa wieprzowego. Jak zapowiada zarząd spółki prognoza uboju 515 tys. szt. trzody chlewnej w tym roku zostanie przekroczona, co pozwoli Dudzie osiągnąć udział rynkowy mierzony udziałem uboju przeprowadzanego przez spółkę w ogóle uboju przeprowadzanego pod nadzorem weterynaryjnym na poziomie 2,3%. Rozwój mocy produkcyjnych pozwala zakładom Dudy (spółki matki) na skokowe zwiększenie produkcji prawie dwukrotnie, co dałoby osiągnięcie niemal 4% udziału rynkowego.

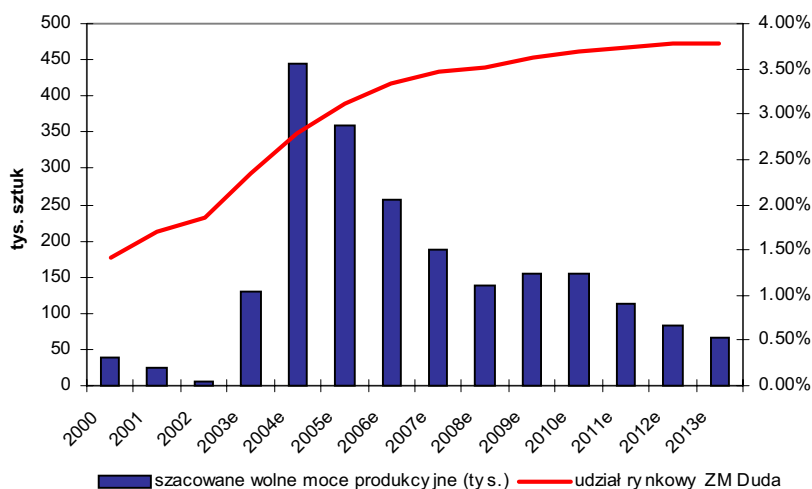
Rynek wieprzowy w Polsce



Źródło: GUS, BDM PKO BP S.A.

Ambicją zarządu jest jednak osiągnięcie ok. 10% udziału rynkowego w ciągu 2 lat. Ponieważ wzrost produkcji do takiego rozmiaru jest ograniczony aktualnie posiadanymi mocami przerobowymi spółka zamierza pozyskać, poprzez akwizycje, nowe podmioty z branży mięsnej, których zaplecze produkcyjne pozwoliłoby zrealizować strategiczne założenia. W naszym przekonaniu 10% udział w rynku uboju trzody chlewnej w Polsce jest niezwykle ambitnym założeniem, aczkolwiek nie jest niemożliwy. Nie mając danych co do potencjalnych inwestycji w nowe podmioty, jakie zamierza przeprowadzić spółka, w naszej projekcji finansowej oraz wycenie założyliśmy, iż wzrost produkcji zostanie zrealizowany przez Dudę jedynie na bazie aktualnie posiadanych mocy produkcyjnych z docelowym udziałem rynkowym Grupy w uboju trzody chlewnej na poziomie 4%.

Udział rynkowy ZM Duda, a moce produkcyjne



Źródło: BDM PKO BP S.A.

- Drugim celem jest rozbudowa nowoczesnego zaplecza surowcowego. Planowane środki na ten cel wynoszą 20 mln PLN.

Naturalną konsekwencją zwiększonej produkcji przez spółkę jest wyższe zapotrzebowanie na surowiec. Problemem branży jest niedobór jakościowego surowca do produkcji, co może stanowić przeszkodę dla szybkiego zwiększenia produkcji. Duda rozbudowując własne zaplecze surowcowe uniezależni się od znacznych wahań rynkowych cen skupu trzody, a przede wszystkim zapewni sobie jednorodny, wysokiej jakości surowiec do produkcji. Wymagania konsumentów, szczególnie tych z Unii Europejskiej są często sprecyzowane nie tylko odnośnie walorów smakowych mięsa, ale także chowu trzody. Planowane inwestycje miałyby pomóc w osiągnięciu także i tych celów.

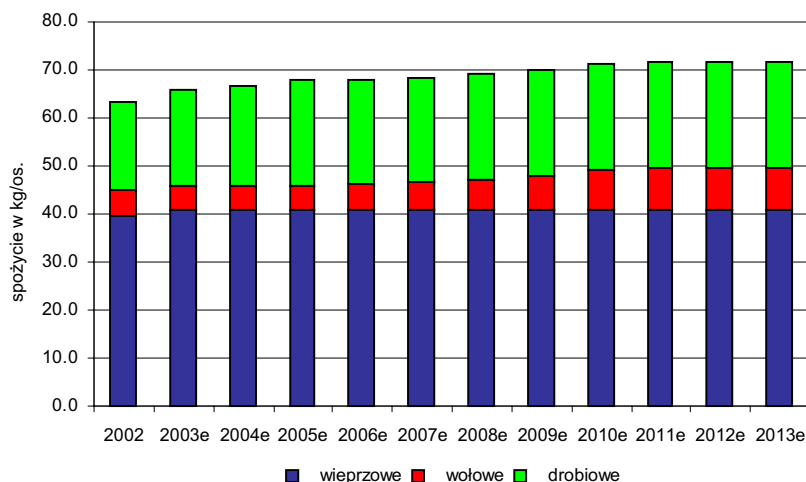
- W konsekwencji dwóch pierwszych celów emisji wynika trzeci jej cel, czyli zwiększenie środków obrotowych, na które spółka zamierza wygospodarować z emisji ok. 5 mln PLN.

Czy zwiększenie produkcji zapewniającej udział rynkowy spółki na poziomie zakładanym przez zarząd jest realne?

Choć nie wzrost spożycia mięsa wieprzowego w Polsce jest głównym czynnikiem, który będzie miał wpływ na rozwój ZM Dudy, to jednak stabilność tego spożycia jest bardzo istotna. Spółka posiada uprawnienia eksportowe oraz jest eksporterem mięsa do wielu krajów na całym świecie. W pierwszym półroczu 2003 r. udział eksportu spółki wyniósł 12%. Docelowy udział eksportu w sprzedaży Dudy miałyby zaś wzrosnąć do ok. 20-25%. W porównaniu do eksportu całego sektora na poziomie 5% jest to wielkość godna lidera, aczkolwiek pozostałe 75-80% wielkości sprzedaży realizowana będzie na rynku rodzimym.

Spożycie wieprzowiny w Polsce sięga niemal 57% spożycia ogółu mięsa i podrobów mięsnych. Liczymy się z tym, iż ze względu na trendy żywieniowe zmniejszające spożycie tłuszczów zwierzęcych z biegiem czasu najsilniej przybierać będzie na znaczeniu spożycie mięsa białego oraz mięsa wołowego postrzeganego jako mniej tłustego niż wieprzowe. Mimo to można spodziewać się, iż ogólne spożycie mięsa powinno ulec wzrostowi, gdyż w przeliczeniu na przeciętnego Polaka jest ono obecnie mniejsze, niż w porównaniu do przeciętnego mieszkańca Unii Europejskiej. Zakładamy, że spożycie mięsa wieprzowego pozostanie na niezmiennym poziomie. W przypadku substytuowania go jednakże innymi rodzajami mięs nie spodziewamy się, aby jego udział w strukturze spożycia spadł poniżej 50%.

Prognoza spożycia mięsa w Polsce



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Głównym czynnikiem, który spowoduje wiele zmian na krajowym rynku mięsny jest przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Rynek podmiotów działających w branży mięsnej w Polsce jest szalenie rozdrobniony. Na rynku działa ok. 3500 podmiotów z czego 2796 prowadzących ubój. 18 z nich to firmy duże, 613 średnie i małe oraz aż 2165 firm lokalnych. Wejście Polski do UE jest jednoznaczne z przyjęciem przez krajowe zakłady mięsne unijnych norm weterynaryjnych i fitosanitarnych. W wyniku negocjacji do Traktatu Akcesyjnego wprowadzono postanowienia o okresie przejściowym, kończącym się w dniu 31 grudnia 2007 roku, dla podmiotów, które z dniem wejścia Polski do struktur unijnych nie będą spełniały wyżej wymienionych norm, a będą miały szanse je wdrożyć. Na dzień zakończenia negocjacji okres przejściowy obejmował 270 zakładów przemysłu mięsnego (bez zakładów przemysłu drobiarskiego), znajdujących się na liście specjalnej. Lista ta będzie mogła być uaktualniana przy zastosowaniu procedur, które jeszcze nie zostały opracowane. Dla każdego ze znajdujących się na liście zakładów został opracowany harmonogram prac dostosowawczych, którego realizacja będzie kontrolowana przez służby polskie i europejskie. Zakłady, nie znajdujące się na liście, które w dniu członkostwa nie będą odpowiadać standardom UE, zostaną zamknięte lub co najmniej będą musiały zawiesić działalność dopóki nie osiągną standardów UE. Szacuje się, że działalność zakończy około 1400 zakładów, w tym około 400 o skali przemysłowej. Według Inspekcji Weterynaryjnej podmioty mające szanse uzyskać uprawnienia unijne to ok. 833 rzeźni oraz 944 przetwórnice mięsa czerwonego. Tymczasem obecnie takie uprawnienia posiada 19 rzeźni, 23 przetwórnice oraz 6 chłodni. Zakłady, znajdujące się na liście będą mogły sprzedawać swoje produkty jedynie na rynku polskim, wyprodukowane przez nie mięso oraz produkty mięsne nie będą mogły być wprowadzane do zakładów, produkujących zgodnie ze standardami UE, a ponadto będą musiały oznaczać swoje artykuły znakiem świadczącym, że zostały wyprodukowane w zakładach, nie odpowiadających standardom sanitarnym i weterynaryjnym UE.

Jesteśmy zdania, iż co najmniej połowa zakładów, którym uda się dostać na listę okresu przejściowego nie będzie w stanie wdrożyć norm unijnych. Wdrożenie owych norm wymaga poniesienia niejednokrotnie sporych inwestycji, zaś uzyskanie środków z programów pomocowych UE następuje dopiero po ich przeprowadzeniu. Niektórym z producentów trudno będzie wdrożyć normy europejskie choćby z uwagi na brak środków finansowych. Ich obecność na liście jest jedynie przedłużeniem agonii, o ile nie zmienią profilu działalności. W chwili obecnej wykorzystanie mocy produkcyjnych krajowych przedsiębiorstw nie przekracza 50%. Nawet po znacznej redukcji ilości podmiotów na rynku, nadal będzie więc na nim za ciasno. W takich warunkach zwiększenie udziału rynkowego przez Dudę poprzez akwizycje producentów z branży oraz dostosowanie ich zaplecza produkcyjnego do standardów spółki matki może faktycznie skutkować osiągnięciem planowanego udziału rynkowego. Będzie to o tyle łatwiejsze, iż spółka dostarcza produkty najwyższej jakości i posiada już bardzo cenioną markę na rynku.

Zagrożenia

Trudno o doszukiwanie się ważniejszych zagrożeń dla podmiotu o takiej sile przebicia na rynku jak Duda. Niemniej jednak takie zagrożenia istnieją i nie sposób ich pominąć.

Parę miesięcy temu znowelizowano Ustawę o zwalczaniu chorób zakaźnych, badaniu zwierząt rzeźnych i mięsa oraz o Inspekcji Weterynaryjnej. Największy sprzeciw, po nowelizacji wzbudza możliwość sprzedaży bezpośredniej mięsa z uboju gospodarczego. Przedstawiciele branży mięsnej prowadzącej działalność na skalę przemysłową są zdania, że dopuszczenie takiej możliwości może być impulsem dla szarej strefy, nie wspominając o zupełnym braku możliwości zachowania standardów sanitarno-weterynaryjnych i bezpieczeństwa zdrowotnego surowca mięsnego podczas dokonywania ubojów gospodarskich. Większym problemem jest jednak fakt, iż ów zapis skrytykowany został także przez Komisję Europejską, gdyż nie współgra on z normami unijnymi. W związku z wypadkami choroby BSE w krajach UE zabroniony został ubój gospodarczy przeżuwaczy. Polska ustawa weterynaryjna dopuszcza możliwość uboju gospodarczego cieląt w wieku do trzech miesięcy na potrzeby własne lub sprzedaży bezpośredniej. Wywołało to sprzeciw KE. Jeśli zapis ten nie zostałby zmieniony należałoby się liczyć z tym, iż Unia mogłaby skorzystać z klauzul ochronnych zakazujących wszystkim polskim producentom eksportu mięsa do krajów UE. Wówczas wszystkie zabiegi Dudy o rynki wspólnoty zostałyby zmarnotrawione, a rynek sprzedaży ograniczony. Należy mieć nadzieję, że w trwających, dalszych pracach nowelizacyjnych kontrowersyjne zapisy zostaną usunięte.

Sprawozdania finansowe

BILANS (mln PLN)	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
AKTYWA	92.7	164.4	177.6	183.5	219.0	240.3	279.1	304.7	346.8	375.7	421.2	452.9
Aktywa trwałe	52.8	64.1	97.8	110.3	117.1	121.3	125.4	129.3	133.4	137.3	141.0	144.4
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	0.4
Rzeczowy aktywa trwałe	42.1	53.0	66.5	78.9	85.6	89.8	93.9	97.8	101.9	105.8	109.5	113.0
Inwestycje długoterminowe	10.4	11.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1
Długoterminowe RMK	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	39.9	100.3	79.7	73.2	102.0	119.1	153.7	175.4	213.4	238.4	280.2	308.5
Zapasy	5.1	9.5	11.6	12.8	14.4	15.4	16.6	17.7	18.6	19.6	20.6	21.4
Należności	33.1	37.3	59.1	52.3	71.8	64.0	81.6	74.5	91.0	83.3	99.8	91.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.4	53.5	9.0	8.1	15.8	39.7	55.5	83.3	103.8	135.5	159.8	195.9
RMK	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PASYWA	92.7	164.4	177.6	183.5	219.0	240.3	279.1	304.7	346.8	375.7	421.2	452.9
Kapitał własny	36.3	116.8	133.6	153.4	174.7	198.0	222.9	249.7	278.0	307.7	338.8	371.0
Kapitał zakładowy	33.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
Kapitały zapasowy i rezerwowe	-3.0	56.8	73.6	90.5	110.3	131.5	154.8	179.8	206.6	234.9	264.6	295.6
Wyniki finansowy roku obrotowego	6.2	16.9	16.9	19.8	21.2	23.3	25.0	26.8	28.3	29.7	31.1	32.2
Kapitały akcjonariuszy mniejsz.	0.0	0.6	1.9	3.9	6.9	10.2	13.7	17.5	21.5	25.9	30.7	35.8
Zobowiązania i rezerwy	56.4	47.0	42.1	26.2	37.4	32.2	42.4	37.5	47.2	42.1	51.7	46.1
Rezerwy	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	14.6	14.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania krótkoterminowe	40.7	32.0	42.1	26.2	37.4	32.2	42.4	37.5	47.2	42.1	51.7	46.1
RMK bierne	0.0	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	2013e
Sprzedaż netto	219.9	309.1	422.9	488.9	544.6	596.1	639.3	685.4	726.6	765.3	803.9	838.5
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	201.0	276.8	378.5	437.5	487.4	533.5	572.2	613.4	650.3	684.9	719.5	750.5
Zysk brutto ze sprzedaży	18.9	32.3	44.4	51.3	57.2	62.6	67.1	72.0	76.3	80.4	84.4	88.0
Koszty sprzedaży	7.0	9.3	12.7	14.7	16.3	17.9	19.2	20.6	21.8	23.0	24.1	25.2
Koszty ogólnego zarządu	4.0	8.8	8.5	9.8	10.9	11.9	12.8	13.7	14.5	15.3	16.1	16.8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2.3	10.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	12.1	27.1	26.7	31.1	34.9	38.2	40.6	43.4	45.4	47.7	50.1	52.2
Amortyzacja	1.9	2.8	3.4	4.2	5.0	5.4	5.5	5.7	5.5	5.6	5.8	6.1
EBIT	10.2	24.3	23.3	26.9	30.0	32.8	35.2	37.7	40.0	42.1	44.2	46.1
Wynik na operacjach finansowych netto	-1.7	-3.9	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wynik brutto	8.5	20.4	22.4	26.9	30.0	32.8	35.2	37.7	40.0	42.1	44.2	46.1
Opodatkowanie	-2.3	-3.0	-4.3	-5.1	-5.7	-6.2	-6.7	-7.2	-7.6	-8.0	-8.4	-8.8
Wynik finansowy akcjonariuszy mniejsz.	0.0	-0.6	-1.3	-2.0	-3.0	-3.3	-3.5	-3.8	-4.1	-4.4	-4.7	-5.1
Wynik netto	6.2	16.9	16.9	19.8	21.2	23.3	25.0	26.8	28.3	29.7	31.1	32.2
<i>wzrost sprzedaży netto (proc.)</i>	<i>13.0</i>	<i>40.6</i>	<i>36.8</i>	<i>15.6</i>	<i>11.4</i>	<i>9.5</i>	<i>7.3</i>	<i>7.2</i>	<i>6.0</i>	<i>5.3</i>	<i>5.1</i>	<i>4.3</i>
<i>marża brutto na sprzedaży (proc.)</i>	<i>8.6</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>	<i>10.5</i>
<i>marża EBITDA (proc.)</i>	<i>5.5</i>	<i>8.8</i>	<i>6.3</i>	<i>6.4</i>	<i>6.4</i>	<i>6.4</i>	<i>6.4</i>	<i>6.3</i>	<i>6.3</i>	<i>6.2</i>	<i>6.2</i>	<i>6.2</i>
<i>marża EBIT (proc.)</i>	<i>4.6</i>	<i>7.9</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>
<i>marża brutto (proc.)</i>	<i>3.9</i>	<i>6.6</i>	<i>5.3</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>	<i>5.5</i>
<i>marża netto (proc.)</i>	<i>2.8</i>	<i>5.5</i>	<i>4.0</i>	<i>4.0</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.9</i>	<i>3.8</i>

Źródło: BDM PKO BP S.A.

CASH FLOW (mln PLN)	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Zysk netto	5.2	16.9	16.9	19.8	21.2	23.3	25.0	26.8	28.3	29.7	31.1	32.2
Wynik finansowy akcjonariuszy mniejsz.	0.0	0.6	1.3	2.0	3.0	3.3	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.1
Amortyzacja	1.9	2.8	3.4	4.2	5.0	5.4	5.5	5.7	5.5	5.6	5.8	6.1
Zmiana stanu kapitału obrotowego	-6.2	-6.1	-13.9	0.9	-9.9	1.6	-8.6	1.1	-7.8	1.5	-7.8	2.2
Inne	0.0	-1.0	-0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	0.9	13.2	7.1	27.0	19.4	33.6	25.4	37.3	30.1	41.3	33.9	45.7
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-18.2	-13.7	-37.1	-16.7	-11.7	-9.6	-9.6	-9.5	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	17.4	52.7	-14.5	-11.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
wpływy z emisji akcji	0.0	63.6	0.0	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	-14.5	-11.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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	0.0
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	0.1	52.2	-44.5	-0.9	7.7	23.9	15.8	27.8	20.5	31.7	24.3	36.1
Środki pieniężne na początek okresu	1.2	1.4	53.5	9.0	8.1	15.8	39.7	55.5	83.3	103.8	135.5	159.8
Środki pieniężne na koniec okresu	1.4	53.5	9.0	8.1	15.8	39.7	55.5	83.3	103.8	135.5	159.8	195.9

Źródło: BDM PKO BP S.A.

WSKAŹNIKI FINANSOWE	2002a	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2012e
ROE (proc.)	17.0	14.4	12.6	12.9	12.2	11.8	11.2	10.7	10.2	9.7	9.2	8.7
ROA (proc.)	6.6	10.3	9.5	10.8	9.7	9.7	8.9	8.8	8.2	7.9	7.4	7.1
Wskaźnik płynności bieżącej	0.98	3.13	1.89	2.80	2.73	3.70	3.62	4.67	4.52	5.67	5.42	6.69
Wskaźnik płynności szybkiej	0.86	2.84	1.62	2.31	2.34	3.22	3.23	4.20	4.12	5.20	5.02	6.23
Wskaźnik podwyższonej płynności	0.03	1.67	0.21	0.31	0.42	1.23	1.31	2.22	2.20	3.22	3.09	4.25
Rotacja zapasów (dni)	7.7	8.5	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
Rotacja należności (dni)	47.8	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
Rotacja zobowiązań bieżących (dni)	29.8	23.0	22.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
cykl konwersji gotówki (dni)	25.7	26.5	28.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (mln PLN)	15.7	22.8	32.9	39.4	43.9	48.0	51.5	55.2	58.5	61.6	64.8	67.5
Produktywność aktywów trwałych	5.26	5.29	5.22	4.70	4.79	5.00	5.18	5.38	5.53	5.65	5.78	5.87
Produktywność aktywów	2.82	2.40	2.47	2.71	2.71	2.60	2.46	2.35	2.23	2.12	2.02	1.92
Zadłużenie majątku długiem odsetkowym (%)	39.6	15.6	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
D/E (proc.)	101.1	22.0	8.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zadłużenie netto / EBITDA	2.9	-	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDAPS	2.82	6.28	6.19	7.21	8.11	8.87	9.43	10.06	10.54	11.08	11.61	12.12
CEPS	1.88	4.55	4.70	5.56	6.09	6.67	7.06	7.52	7.83	8.20	8.56	8.90
EPS	1.43	3.91	3.91	4.59	4.93	5.41	5.79	6.21	6.56	6.89	7.21	7.48
Capex / Sprzedaż netto (proc.)	8.3	4.4	8.8	3.4	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
Stopa podatku CIT (proc.)	28.0	27.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0

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

Wydział Analiz i Doradztwa

Naczelnik
makler papierów wartościowych
miedź, przemysł: paliwowy, papierniczy, farmaceutyczny

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

doradca inwestycyjny
telekomunikacja, media

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

banki i finanse

Robert Sobieraj
(022) 521 79 13
robert.sobieraj@pkobp.pl

informatyka

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

budownictwo i nieruchomości, energetyka
turystyka i hotelarstwo, dystrybucja farmaceutyków

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

Wydział Transakcji

pión obsługi klientów instytucjonalnych

Bartosz Janczy
(022) 521 82 11
bartosz.janczy@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.szumecki@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.