

Duda

Spadek rentowności

Duda pokazała słabsze od oczekiwań wyniki finansowe za II kwartał. Wpływ na to miały między innymi niekorzystne uwarunkowania rynkowe, takie jak spadek cen żywca wieprzowego oraz wzrost importu produktów z Europy Zachodniej. Choć w kolejnych kwartałach oczekujemy odwrócenia niekorzystnych tendencji, to Dudzie nie uda się osiągnąć rentowności na poziomie z roku poprzedniego. Biorąc pod uwagę aktualny kurs akcji oraz nasze prognozy, zalecamy neutralne nastawienie do walorów spółki z ceną docelową 11.5 PLN. Znaczny spadek ceny docelowej w stosunku do ostatniej rekomendacji wynika głównie ze spadku wskaźników spółek z grupy porównawczej.

poprzednia rekomendacja: neutralnie

neutralnie

Cena (21/08/2007)	10.8
Cena docelowa	11.5

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2006	1 041.2	63.5	83.1	60.6	50.4	1.0	1.5	5.6	10.3	1.9	8.5	6.5	18.8
2007p	1 331.1	66.4	92.5	67.3	57.2	0.6	0.9	4.9	18.2	2.2	16.9	12.1	12.2
2008p	1 700.3	85.6	121.0	87.4	73.4	0.8	1.1	5.6	14.2	1.9	13.5	9.5	13.5
2009p	1 921.4	103.7	145.4	105.2	87.3	0.9	1.3	6.0	11.9	1.8	11.5	8.2	15.1
2010p	2 107.6	117.9	158.5	119.4	96.7	1.0	1.4	6.3	10.8	1.7	10.1	7.5	15.9

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki II kwartału

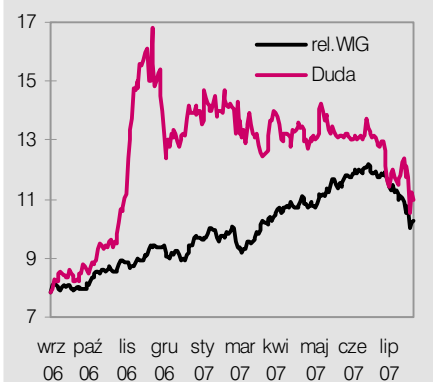
Przychody ze sprzedaży w II kw. wzrosły o 23.6% r/r do 327.5 mln PLN. Na niższe niż oczekiwane tempo wzrostu wpłynął spadek sprzedaży spółki matki o 8% r/r, który wynikał z niesprzyjających warunków na rynku żywca wieprzowego. Z uwagi na zwiększony udział segmentu dystrybucyjnego w przychodach ogółem, niższą rentowność segmentu produkcyjnego oraz wysokie koszty sprzedaży zysk operacyjny spadł o 4.2% r/r do 14.2 mln PLN. Zysk netto wzrósł jednak o 3.5% r/r (dzięki niższej efektywnej stopie podatkowej) i osiągnął wartość 12.6 mln PLN.

Otoczenie rynkowe

W II kwartale utrzymywała się znaczna nadwyżka produkcji żywca wieprzowego. Doprowadziło to do nasycenia rynku krajowego i tym samym do spadku popytu na półtusze Dudy. Dodatkowo niekorzystnie dla spółki kształtowały się kursy walut, które hamowały eksport. Na początku III kwartału widzimy jednak pozytywne dla Dudy zmiany uwarunkowań rynkowych. Rośnie popyt, a ceny skupu żywca wieprzowego w lipcu zanotowały wzrost o 12.6% m/m oraz 0.8% w statystyce rocznej. Oczekujemy, że sytuacja ta będzie kontynuowana w następnych miesiącach z uwagi na zmniejszającą się podaż na rynku krajowym oraz rosnące ceny w Europie Zachodniej, związane z doniesieniami o przypadkach pryszczycy w Wielkiej Brytanii. Bardziej przyjazne otoczenie rynkowe powinno przełożyć się na lepsze wyniki Dudy w drugim półroczu.

Wycena

Biorąc pod uwagę nasze prognozy oraz aktualny kurs akcji, zalecamy neutralne nastawienie do walorów Dudy z ceną docelową 11.5 PLN, która jest średnią ważoną wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wyceny porównawczej. Bazując na waluacji DCF, akcje spółki szacujemy na 12.6 PLN. Wycena porównawcza do spółek zagranicznych daje średnią cenę jednego waloru na poziomie 10.3 PLN. Zmiana ceny docelowej w stosunku do ostatniej rekomendacji wynika głównie z istotnego spadku wskaźników grupy porównawczej oraz obniżenia prognoz wyników finansowych na skutek rezygnacji Dudy z przejścia spółek ZM i ZPM Biernacki, słabszych niż oczekiwaliśmy wyników II kwartału oraz spadku prognozowanej rentowności w kolejnych latach.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	10.5/16.1
Liczba akcji (mln)	96.4
Kapitalizacja (mln PLN)	1 031
EV (mln PLN)	1 050
Free float (mln PLN)	852
Średni obrót (mln PLN)	8.6
Główny akcjonariusz	Bogna Duda-Jankowiak
% akcji, % głosów	7.19/7.19

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-18.8	-20.4	-16.9
Zmiana rel. WIG (%)	-3.9	-11.4	-45.6

Łukasz Kołaczkowski

(022) 598 26 59

lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Kwartalne wyniki finansowe						
mIn PLN	II kw '06	II kw '07	%	I-II kw'06	I-II kw'07	%
Przychody	264.9	327.5	23.6%	496.2	616.0	24.1%
Wynik brutto na sprzedaży	32.1	35.0	8.9%	54.1	70.3	30.1%
EBITDA	16.4	15.8	-3.5%	30.0	36.3	21.1%
EBIT	14.8	14.2	-4.2%	25.6	31.7	23.9%
Zysk netto	12.1	12.6	3.5%	23.2	28.0	20.7%
Marża brutto na sprzedaży	12.1%	10.7%		10.9%	11.4%	
Marża EBIT	5.6%	4.3%		5.2%	5.1%	
Marża EBITDA	6.2%	4.8%		6.0%	5.9%	
Marża netto	4.6%	3.8%		4.7%	4.6%	

Źródło: Duda S.A.

Wyniki II kwartału

Przychody ze sprzedaży w II kw. wzrosły o 23.6% r/r do 327.5 mln PLN. Dynamikę tą odbieramy jednak negatywnie, z uwagi na to, iż Duda konsolidowała już przychody Stołu Polskiego oraz przejętych spółek z Ukrainy. Na niskie tempo wzrostu wpłynął spadek sprzedaży spółki matki o 8% r/r do 105.2 mln PLN, który wynikał z niesprzyjających warunków na rynku żywca wieprzowego. W całym półroczu ubój spółki zwiększył się zaledwie o 3% r/r, podczas gdy w 2006r. dynamika ta była dwucyfrowa.

Z uwagi na niższą rentowność segmentu dystrybucyjnego w stosunku do innych segmentów (wzrost jego udziału w przychodach ogółem) oraz obniżone marże segmentu produkcyjnego (na skutek niskiego popytu), marża brutto na sprzedaży obniżyła się o 1.4 p.p. do 10.7%. Bardzo niekorzystnie odbieramy również wzrost udziału kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach ogółem (8.5% vs. 8.1% przed rokiem). Korzystniejsze niż w II kwartale 2006r. saldo z pozostałej działalności operacyjnej nie uchroniło Dudy przed spadkiem zysku operacyjnego o 4.2% r/r do poziomu 14.2 mln PLN. Ostatecznie dzięki niższej efektywnej stopie podatkowej, zysk netto osiągnął wartość 12.6 mln PLN po wzroście o 3.5% r/r.

Uwarunkowania rynkowe

W II kwartale utrzymywała się, trwająca od początku roku, znaczna nadwyżka produkcji żywca wieprzowego. Doprowadziło to do nasycenia rynku krajowego i tym samym do spadku popytu na pułtusze Dudy. Ponadto w kwartale tym niekorzystnie kształtowały się dla spółki kursy walut, które zahamowały eksport i wpłynęły na wzrost importu produktów z Europy Zachodniej, dodatkowo zmniejszając popyt. W całym półroczu Duda zanotowała spadek przychodów eksportowych aż o 21% r/r do poziomu 72.3 mln PLN.

Perspektywy rozwoju

Ukraina

W lipcu spółka przejęła za 4.8 mln PLN firmę „Pieprzyk Rogatyn”, dzięki czemu zyskała dostęp do kilku tysięcy hektarów gruntów na Ukrainie. Miesiąc później poprzez spółkę zależną nabyła za 6.6 mln PLN 100% udziałów w Przedsiębiorstwie Filialnym „Ekspres”, które docelowo ma zajmować się ubojem dla całej struktury tworzonej na Ukrainie. Moce produkcyjne przejętego zakładu sięgają ok. 250 tys. sztuk rocznie. Duda w najbliższym czasie zapowiada również rozwój segmentu dystrybucji. Początkowo planowany jest wynajem dwóch centrów dystrybucyjnych i akwizycje małych podmiotów. Uważamy, iż Duda bardzo sprawnie radzi sobie na trudnym ukraińskim rynku. W perspektywie kilku lat z pewnością będzie to znaczące źródło dochodów Grupy.

Przejęcia w kraju

Po rezygnacji z przejęcia ZPM i ZM Biernacki Duda szuka innych możliwości rozwoju w Polsce. Pod koniec lipca przejęła za 7.1 mln PLN firmę New Logistic, która jest właścicielem nieruchomości w Mszczonowie. Przejęta spółka ma prowadzić działalność w zakresie logistyki i składowania produktów mrożonych zarówno na potrzeby spółek Grupy, jak i dla podmiotów zewnętrznych. Docelowo druga mroźnia ma powstać na Śląsku, a spółka będzie dysponować ogółem 60 tys. miejsc paletowych. Pozytywnie odbieramy zaangażowanie Dudy w rozwój tej działalności, z uwagi na wciąż wysokie zapotrzebowanie na tego typu usługi w Polsce oraz bardzo korzystne marże.

Otoczenie rynkowe

W lipcu sytuacja na rynku surowca poprawiła się. Ceny skupu żywca wieprzowego zanotowały wzrost o 12.6% m/m oraz 0.8% r/r. Oczekujemy, że sytuacja ta będzie kontynuowana w następnych miesiącach z uwagi na zmniejszającą się podaż na rynku krajowym oraz rosnące ceny w Europie Zachodniej, które są głównie efektem doniesień o przypadkach pryszczycy w Wielkiej Brytanii. Korzystniejsze uwarunkowania rynkowe powinny przelożyć się na lepsze wyniki Dudy w III kwartale.

Biopaliwa

Rozpoczęcie produkcji biopaliw przez spółkę jest nadal obciążone dużym ryzykiem. Na obecnym etapie decyzja uzależniona jest od zawarcia umów z odbiorcami zagranicznymi, którzy zgodziliby się na przyjęcie na siebie większości ryzyka związanego z produkcją. Kwestia tych umów powinna się rozstrzygnąć w ciągu kilku tygodni. Z uwagi na brak ostatecznych decyzji nie uwzględniamy tej działalności w naszej wycenie.

Powiększenie mocy produkcyjnych

Na obecnym etapie Duda zbliża się do swoich maksymalnych mocy ubojowych w Grąbkowie. Z tego też względu, po niepowodzeniu przejęcia ZM i ZPM Biernacki, w perspektywie dwóch lat (prawdopodobnie w 2009r.) planuje rozbudowę ubojni w Grąbkowie. Szacowany koszt inwestycji może wynieść kilkadziesiąt milionów PLN, a moce ubojowe wzrosną nawet o 100%.

Wycena

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych działających w tej samej branży. Wycena metodą DCF na bazie strumieni pieniężnych w latach 2007-2016 sugeruje wartość 12.6 PLN na akcję, natomiast wycena porównawcza 10.3 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość		Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna		
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	605	1 035	990	10.3
Wycena DCF (mln PLN)			1218	12.6
Wycena (mln PLN)			1104	
Wycena 1 akcji Dudy (PLN)			11.5	

*Źródło: Millennium DM, * średnia ważona - DCF - 50%, porównawcza do firm zagranicznych - 50%*

Wycenę ostateczną stanowi średnia ważona poszczególnych wycen uzyskanych z tych dwóch metod, która wynosi 11.5 PLN.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost marży brutto na sprzedaży z 12.73% w 2006r. do 12.80% w 2010,
- utrzymanie kursu PLN w stosunku do EUR oraz USD,
- utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016r. - 5.0%,
- premia rynkowa za ryzyko - 5%,
- współczynnik *Beta* na poziomie 1.0,
- długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) - 2%.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Wycena porównawcza bazuje na spółkach zagranicznych, działających w tej samej branży co Duda. Wycena oparta jest na trzech wskaźnikach: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E dla okresu 2007-2009. Z uwagi na wyższy potencjał rozwoju rynku polskiego w stosunku do rynków, na których działają spółki porównawcze, postanowiliśmy przyjąć 15% premię.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2007p	2008p	2009p	2007p	2008p	2009p	2007p	2008p	2009p
CREMONINI SPA	5.67	5.29	4.58	8.66	8.01	6.73	17.93	15.36	11.97
ATRIA GROUP PLC	5.95	5.86	5.73	9.40	9.41	8.85	14.81	11.47	11.06
CAMPOFRIO ALIMENTACION SA	8.50	7.36	6.46	12.20	9.83	8.86	20.06	16.40	12.97
SMITHFIELD FOODS INC	8.65	7.22	6.99	12.72	9.78	8.34	12.54	9.45	8.42
BELL HOLDING AG-REG	6.53	5.81	5.65	11.37	10.01	9.32	13.73	12.91	11.85
Mediana	6.53	5.86	5.73	11.37	9.78	8.85	14.81	12.91	11.85
Wyniki spółki (mln PLN)	92.5	121.0	145.4	66.4	85.6	103.7	57.2	73.4	87.3
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	605	711	835	756	839	919	847	948	1035
Wycena*	990								
Wycena 1 akcji (PLN)*	10.3								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A. * Wycena uwzględniająca 15% premii w stosunku do firm zagranicznych

Wartość spółki obliczona metodą porównawczą wynosi 990 PLN, co stanowi 10.3 PLN na akcję.

Wycena metodą DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych obejmuje 10-letnią prognozę wolnych przepływów pieniężnych do firmy.

Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze *Beta*. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 2%. Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy dyskontowej na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	>2016
sprzedaż	1 331	1 700	1 921	2 108	2 265	2 390	2 475	2 542	2 605	2 671	
EBIT (1-T)	56.4	71.9	86.1	95.5	106.2	112.9	118.0	121.7	125.1	128.5	
amortyzacja	26.1	35.4	41.7	40.6	38.6	36.4	34.0	32.1	31.7	31.7	
inwestycje	-126.1	-115.4	-101.7	-45.6	-41.6	-37.4	-34.8	-32.8	-32.3	-31.7	
zmiana kap.obrotowego	-20.3	-23.5	-17.9	-15.6	-13.0	-9.1	-6.7	-5.1	-4.8	-5.2	
FCF	(63.9)	(31.5)	8.2	74.9	90.2	102.8	110.5	115.9	119.7	123.3	1 989
zmiana FCF		-	-	818.5%	20.4%	13.9%	7.5%	4.9%	3.3%	3.0%	2.0%
dlug/kapitał	30.7%	30.5%	31.2%	32.0%	32.6%	33.0%	32.9%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	6.0%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.0%
koszt kapitału	10.0%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.0%
WACC	8.4%	8.7%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	8.3%
PV (FCF)	(62.2)	(28.2)	6.7	56.4	62.3	65.1	64.2	61.7	58.5	55.3	891.5
wartość DCF (mln PLN)	1231.3						w tym wartość rezydualna 891				
gotówka netto *	-18.9										
wycena DCF (mln PLN)	1212.3										
Liczba akcji (mln)	96.4										
wycena 1 akcji (PLN)	12.6										

Źródło: Millennium DM * Z uwzględnieniem wpływów z emisji akcji

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje spółki na 12.6 PLN.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu								
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%		
stopa R_f	4.0%	11.1	12.4	14.2	16.8	20.9	28.6	47.2	
rezydualna	4.5%	10.6	11.8	13.3	15.5	18.8	24.4	36.1	
	5.0%	10.2	11.2	12.6	14.4	17.1	21.4	29.5	
	5.5%	9.8	10.8	11.9	13.5	15.8	19.2	25.1	
	6.0%	9.5	10.3	11.4	12.8	14.7	17.5	22.0	

Źródło: Millennium DM

Sprawozdania finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
przychody netto	870.0	1 041.2	1 331.1	1 700.3	1 921.4	2 107.6
koszty wytworzenia	765.4	908.6	1 174.7	1 489.5	1 679.3	1 837.8
zysk brutto na sprzedaży	104.6	132.6	156.4	210.8	242.1	269.8
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	82.7	89.4	112.5	136.9	149.9	163.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	16.8	20.4	22.5	11.7	11.5	11.3
EBITDA	53.7	83.1	92.5	121.0	145.4	158.5
EBIT	38.7	63.5	66.4	85.6	103.7	117.9
saldo finansowe	-6.3	-2.9	0.9	1.7	1.6	1.5
zysk przed opodatkowaniem	32.5	60.6	67.3	87.4	105.2	119.4
podatek dochodowy	6.1	9.4	10.1	14.0	17.9	22.7
korekty udziałów mniejszościowych	-0.2	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	27.1	50.4	57.2	73.4	87.3	96.7
EPS	0.6	1.0	0.6	0.8	0.9	1.0

Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
aktywa trwałe	269.4	355.8	456.2	536.8	597.5	603.4
wartości niematerialne i prawne	2.7	2.4	3.4	4.2	4.8	4.9
rzeczowe aktywa trwałe	168.2	234.7	333.7	412.9	472.3	477.3
inwestycje długoterminowe	9.2	28.7	28.7	28.7	28.7	28.7
aktywa obrotowe	197.5	239.0	401.6	457.2	475.3	530.5
zapasy	58.9	72.8	94.0	114.7	128.5	140.6
należności	104.7	118.8	149.1	188.7	212.3	231.8
inwestycje krótkoterminowe	32.0	45.3	156.3	151.3	131.7	155.1
rozliczenia międzyokresowe	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.0
aktywa razem	467.0	594.8	857.9	994.0	1 072.8	1 133.9
kapitał własny	206.4	268.5	470.4	543.8	579.7	606.6
zobowiązania	260.6	326.2	387.5	450.2	493.1	527.3
zobowiązania długoterminowe	103.0	138.9	131.9	135.9	142.7	146.9
zobowiązania krótkoterminowe	139.3	163.9	227.5	280.2	314.4	342.5
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	17.2	22.6	27.1	32.5	34.1	35.9
pasywa razem	467.0	594.8	857.9	994.0	1 072.8	1 133.9
BVPS	4.3	5.6	4.9	5.6	6.0	6.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)						
	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	27.1	50.4	57.2	73.4	87.3	96.7
amortyzacja	15.0	19.5	26.1	35.4	41.7	40.6
zmiana kapitału obrotowego	-54.8	2.6	-20.3	-23.5	-17.9	-15.6
gotówka z działalności operacyjnej	-0.1	40.4	75.3	97.9	124.9	136.4
inwestycje (capex)	-27.3	-78.2	-126.1	-115.4	-101.7	-45.6
gotówka z działalności inwestycyjnej	-27.3	-78.2	-126.1	-115.4	-101.7	-45.6
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-51.4	-69.9
emisja akcji	0.0	0.0	144.6	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	64.3	33.8	29.5	25.0	22.4	17.1
odsetki	-6.5	-9.6	-12.3	-12.5	-13.7	-14.7
gotówka z działalności finansowej	30.5	53.5	161.8	12.5	-42.7	-67.5
zmiana gotówki netto	-60.8	-18.2	81.5	-30.1	-41.9	6.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.7
CEPS	0.9	1.5	0.9	1.1	1.3	1.4
FCFPS	-1.3	-0.4	0.8	-0.3	-0.4	0.1

Wskaźniki (%)						
	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	63.1	19.7	27.8	27.7	13.0	9.7
zmiana EBITDA	33.5	54.5	11.3	30.9	20.1	9.0
zmiana EBIT	28.8	64.0	4.5	29.0	21.1	13.7
zmiana zysku netto	15.6	86.1	13.4	28.3	19.0	10.7
marża EBITDA	6.2	8.0	6.9	7.1	7.6	7.5
marża EBIT	4.5	6.1	5.0	5.0	5.4	5.6
marża netto	3.1	4.8	4.3	4.3	4.5	4.6
sprzedaż/aktywa	186.3	175.1	155.2	171.1	179.1	185.9
dlug / kapitał	126.2	121.5	82.4	82.8	85.1	86.9
odsetki / EBIT	16.8	15.1	18.5	14.6	13.2	12.5
stopa podatkowa	16.5	16.7	15.0	16.0	17.0	19.0
ROE	13.1	18.8	12.2	13.5	15.1	15.9
ROA	5.8	8.5	6.7	7.4	8.1	8.5
(dlug) gotówka netto (mln PLN)	-158.1	-176.3	-94.9	-124.9	-166.9	-160.6

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki i finanse, handel
Michał Buczyński +22 598 26 58 michal.buczynski@millenniumdm.pl	Analityk telekomunikacja, przemysł chemiczny
Radosław Łukaszczuk +22 598 26 88 radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl	Analityk przemysł drzewny i materiałów budowlanych, motoryzacja, energetyka
Łukasz Kolaczkowski +22 598 26 59 lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl	Analityk media, farmaceutyki przemysł spożywczy, elektromaszynowy
Marcin Palenik, CFA +22 598 26 71 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk paliwa i surowce, przemysł metalowy
Konrad Księżopolski +22 598 26 05 konrad.ksiezopolski@millenniumdm.pl	Asystent
Bartosz Szymański bartosz.szymanski@millenniumdm.pl +22 598 26 91	Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Krzysztof Solus +22 598 26 66/7 krzysztof.solus@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Robert Wiaderny +22 598 26 79 robert.wiaderny@millenniumdm.pl	
Marek Przytuła +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Duda	neutralnie	13 Mar 07	13.9

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2007 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	24%
Akumuluj	10	29%
Neutralnie	6	18%
Redukuj	9	26%
Sprzedaj	1	3%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	2	50%
Akumuluj		
Neutralnie	2	50%
Redukuj		
Sprzedaj		

*ostatnie 12 miesięcy**