

Duda

Kupuj 1,89 zł

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

Podstawowe dane	
Kurs bieżący (zł):	1,56
Liczba akcji (tys. szt):	308 891
Kapitalizacja (tys. zł):	481 871
Free float:	64,5%
Free float (tys. zł):	310 610

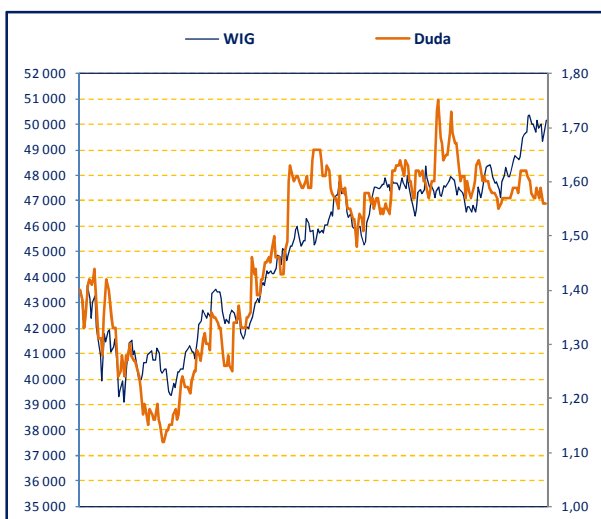
Dane (tys. zł)	2009	2010	2011P
Przychody operacyjne	1 576 508	1 455 295	1 508 550
Zysk operacyjny	-229 602	57 794	71 500
Zysk netto	-330 721	32 127	37 714
Wartość księgowa	226 564	309 459	347 173
Kapitalizacja	392 292	481 871	433 684
Liczba akcji (tys.)*	308 891	308 891	278 002

EPS (zł)	-	0,1	0,1
BVPS (zł)	0,7	1,0	1,2
P/E	-	15,0	11,5
P/BV	1,7	1,6	1,2
Kurs (zł)	1,27	1,56	1,56

* - dla 2011P po umorzeniu 30,9 mln akcji

P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
PKM Duda	10,0%	10,0%
ING Bank Śląski	9,7%	9,7%
Kredyt Bank	9,2%	9,2%
Bank Handlowy	6,6%	6,6%
Pozostali	64,5%	64,5%
Razem	100,0%	100,0%



Jedną akcję Duda S.A. wyceniamy na 1,89 zł i w związku z tym, że jest to o 21,1% więcej od bieżącej ceny rynkowej, wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.

W 2010 roku wpływ na sytuację fundamentalną Grupy Duda miała **dokonana z pozytywnym skutkiem restrukturyzacja zadłużenia (niższy dług, spadek kosztów finansowych, buy back) oraz progresja w zakresie działalności operacyjnej (wzrost uboju i spadek kosztów)**. Grupa Duda zanotowała udane drugie półrocze ubr., dzięki czemu rentowności Grupy w 2010 roku były na najwyższym poziomie od 2008 roku.

Według dostępnych prognoz, wzrost obrotów branży mięsnej powinien wynieść w 2011 roku około 5%. Czynnikiem wzrostu przychodów będą rosnące ceny surowców, opakowań, energii i transportu, które sukcesywnie będą przenoszone na konsumentów.

Zakładamy, że wyniki Grupy Duda w roku bieżącym będą pozytywnie stymulowane przez wzrost spożycia mięsa wieprzowego, rozwój własnej hodowli trzody, aktywizacji Spółki w sferze sieci dystrybucji (hurtownie) oraz promocji własnej marki „Stół Polski”. **Prognozujemy, że Grupa Duda zwiększy ubój w roku bieżącym o kilkanaście procent do około 1 mln sztuk, co powinno korzystnie przełożyć się na wyniki podmiotu dominującego PKM Duda. Oczekujemy dalszej poprawy rentowności operacyjnej, także z uwagi na rosnący udział rozbioru półtuszy w sprzedaży.**

Największe znaczenie dla wyniku skonsolidowanego mają segmenty handlowy oraz PKM Duda. Działalność handlowa rozwijana jest poprzez Makton oraz „Stół Polski”, a także dystrybucję dziczyzny przez spółkę Hunter Wild. Przyjmujemy, że bez akwizycji segment ten osiągnie przychody na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego, jednak czynnikiem wzrostu będą wyższe zyski poprzez wejście na nowe, wysoko marżowe rynki zbytu (m.in. HoReCa). Segment reprezentowany przez PKM Duda powinien osiągnąć minimum 10% wzrost sprzedaży, głównie dzięki zwiększonej skali uboju. Spodziewamy się w tym przypadku także nieznacznego wzrostu rentowności operacyjnej.

Pozytywnie na wynik netto Grupy Duda wpływa obniżenie kosztów finansowych po przeprowadzonej restrukturyzacji długu. W związku z powyższymi założeniami oraz uwzględniając, że Spółka umorzy skupione 30,9 mln akcji, P/E na koniec 2011 roku powinien spaść do około 11,5 wobec 15 obecnie.

Branża

Rynek

Branża produkcji mięsnej jest najważniejszą, obok produkcji roślinnej, składową działalnością rolniczej. Główny podział mięs obejmuje mięsa czerwone (wołowina, wieprzowina i baranina) oraz białe (drób). Z uwagi na przedmiot działalności PKM Duda (Duda) oraz spożycie w Polsce, analizie poddajemy rynek mięsa wieprzowego.

W Polsce statystyczne spożycie wieprzowiny szacowane jest na około 42 kilogramów rocznie (dane za 2009 rok), co odpowiada 60% kupowanego mięsa. Spośród mięs czerwonych, wołowiny spożywa się około 4 kg rocznie, a najszybciej zyskuje mięso drobiowe, którego spożycie szacuje się na około 25 kg na osobę rocznie.

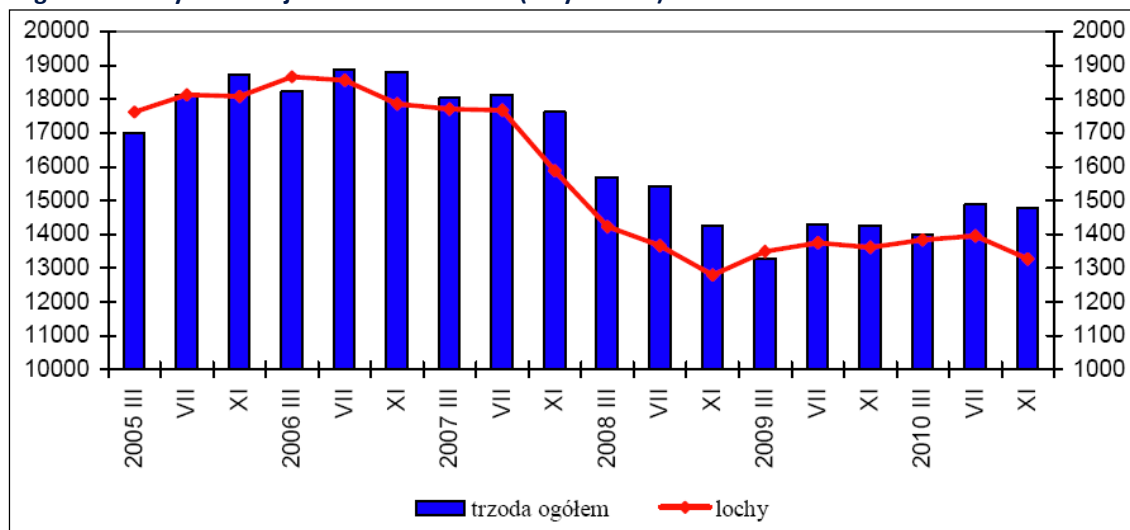
Spożycie

Komisja Europejska przewiduje, że konsumpcja wieprzowiny będzie rosła i do 2020 roku wyniesie w krajach UE 43,3 kg (+5%). Dla mięsa drobiowego wzrost jest szacowany na poziomie +6% do 247 kg na osobę. W Polsce szczególnie szybko ma rosnąć spożycie wołowiny, z uwagi na niską bazę spożycia obecnie. Spożycie, preferencje konsumentów oraz zmiany w nawykach żywieniowych determinują rozmiary produkcji zwierzęcej, w tym przypadku trzody chlewnej.

Pogłowie trzody

Pogłowie trzody chlewnej w Polsce kształtowało się do roku 2007 na stabilnym poziomie 17-18 mln sztuk. Ostatnie cztery lata przyniosły jednak spadek pogłowia, co spowodowane było wzrostem cen zbóż, pasz oraz niskimi notowaniami żywca. Z tego powodu opłacalność krajowej rolnej produkcji zwierzęcej obniżała się, dodatkowo wzrosła konkurencja ze strony dotowanych producentów z Europy Zachodniej. Czynniki te spowodowały, że pogłowie trzody chlewnej w Polsce obniżyło się w 2010 roku do około 14-14,5 mln sztuk. W ostatnich miesiącach ubr. widoczny był wzrost pogłowia do około 14,8 mln sztuk.

Pogłowie trzody chlewnej w latach 2005-2010 (w tys. sztuk)



Źródło: GUS, PKM Duda

Ubój

W uboju trzody chlewnej, w Polsce w latach 1990 – 2005 występowała tendencja wzrostowa, przy jednoczesnym spadku pogłowia. Korelacja spadku uboju i pogłowia ma miejsce od roku 2005. W latach 2007 – 2009 ubój trzody obniżył się z 25 mln sztuk do 19 mln. W okresie tym udział PKM Duda w krajowym uboju wzrósł z 2,9% do 4,5%.

Ceny skupu

Ceny skupu żywca wieprzowego kształtują się na niekorzystnym poziomie z punktu widzenia producentów¹. W bieżącym roku zaobserwować można kontynuację trendu wzrostowego, zapoczątkowanego już w trzecim kwartale ubr. Ceny rosną, czego przyczyną jest między innymi uruchomienie od początku lutego mechanizmu dopłat do prywatnego przechowywania wieprzowiny.

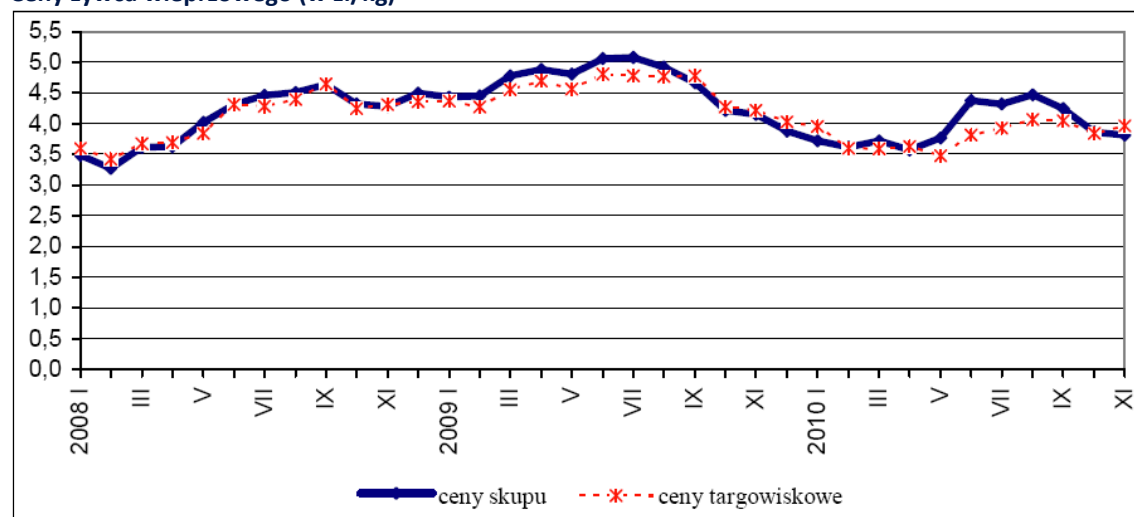
¹ Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki żywnościowej

Według przewidywań Instytutu Ekonomiki Rolnictwa, załamanie produkcji wieprzowiny na skutek nieoptymalności wywołanej wysokimi cenami pasz zaowocuje wzrostem cen w drugiej połowie roku. Na koniec lutego br. za żywiec wieprzowy przeciętnie płacono w Polsce 4,08 zł/kg. Było to o 14% więcej niż w styczniu oraz o 7% więcej niż przed rokiem. W lutym br. wzrost cen wieprzowiny widoczny był także w większości pozostałych państw UE. Średnia rynkowa cena 100 kg wieprzowiny w UE na koniec lutego wyniosła 146,04 EUR i była o 9% wyższa niż przed miesiącem. Ciekawie prezentuje się relacja skupu żywca w Polsce w przeliczeniu na EUR, ponieważ wynosi ona 139,11 EUR/100 kg, tj. była niższa o około 5% niż w Niemczech i średnio w UE, natomiast wyższa o 6,5% w stosunku do cen w Danii.

Prognozy

Przewiduje się, że w czasie kolejnych miesięcy roku bieżącego sytuacja cenowa na rynku żywca wieprzowego zdeterminowana będzie przez wpływ tych samych czynników co wyżej wymienione. Dodatkowo znaczenie będzie mieć czynnik sezonowy oraz przewidywany wzrost cen mięsa drobiowego. W związku z tym spodziewać się należy przynajmniej ustabilizowania cen na obecnym poziomie, a najbardziej prawdopodobny jest wzrost cen przy obecnej liczbie pogłównia, jako pochodna takiej samej tendencji na rynku surowców rolnych². Agencja Rynku Rolnego przewiduje, że w połowie 2011 roku kilogram żywca może kosztować 4,1–4,4 zł. W związku z tym można prognozować, że już od połowy br. nastąpi wzrost pogłównia trzody chlewnej (BGŻ szacuje wzrost od 1% do 5%, na poziomie 15-15,6 mln sztuk).

Ceny żywca wieprzowego (w zł/kg)



Źródło: GUS, PKM Duda

Prognozowany wzrost cen surowca powinien przełożyć się na wyniki spółek – producentów wyrobów z mięsa. Konieczność podwyżek cen spowoduje wzrost obrotów, mimo prawdopodobnego spadku wolumenu sprzedaży. Branża mięsna szacuje, że tylko z powodu wzrostu cen jej obroty powinny zwiększyć się o 5% r/r. Kolejnym czynnikiem determinującym wyniki tego typu spółek będzie ciągle wysoki poziom cen opakowań, energii i transportu. W związku z tym może to negatywnie wpłynąć na poziom marż. Ogółem obroty branży mięsnej w Polsce szacuje się na około 35 mld zł. Rynek produkcji mięsa oraz handlu mięsem i jego przetworami jest rynkiem rozdrobnionym oraz silnie konkurencyjnym.

Konkurencja

Konkurencja dotyczy wszystkich sektorów branży mięsnej. W zakresie uboju znaczącym konkurentem PKM Duda jest PINI POLONIA Sp. z o.o. Powiązana z włoskim producentem wyrobów mięsnych spółka, wybudowała w Kutnie zakład ubojowo-rozbiorowy o mocach ubojowych ok. 80 tys. sztuk na tydzień. W zakresie produkcji mięsa rynek polski jest w znacznym stopniu rozdrobniony. Trzy największe podmioty na rynku (Sokołów, Animex i PKM Duda) posiadają około 20% udział. Większość rynku należy do małych i średnich firm o zasięgu regionalnym. W zakresie dystrybucji mięsa i jego wyrobów PKM Duda poprzez CM Makton jest jednym z kilku najważniejszych podmiotów w branży. Poza Maktonem znaczącymi graczami są Grupa Bruno Tassi oraz MAX-MEAT i Grupa Handlowa „Staropolskie Wędliny”. Oprócz wymienionych podmiotów w zakresie uboju oraz dystrybucji znaczącymi konkurentami dla PKM Duda są

² Źródło Agrobiznes - Rynek żywca

podmioty z UE oraz rynku ukraińskiego, na którym Spółka prowadzi działalność.

Działalność

Przedmiot działalności

Spółka PKM Duda poprzez Grupę Kapitałową działa w kilku obszarach rynku rolno-spożywczego. Zasadniczy podział prezentowany w sprawozdaniach Spółki dotyczy obszaru produkcyjnego, handlowego, rolnego zwierzęcego, rolnego roślinnego oraz pozostałej działalności. Grupa Kapitałowa PKM Duda obejmuje 30 podmiotów zajmujących się głównie ubojem, rozbiorem i dystrybucją mięsa czerwonego (wieprzowina, wołowina, dziczyzna), hodowlą trzody, uprawą zbóż oraz innych produktów roślinnych, a także produkcją wędlin.

Grupa Kapitałowa

Grupa Kapitałowa Duda S.A. - podział na obszary działania

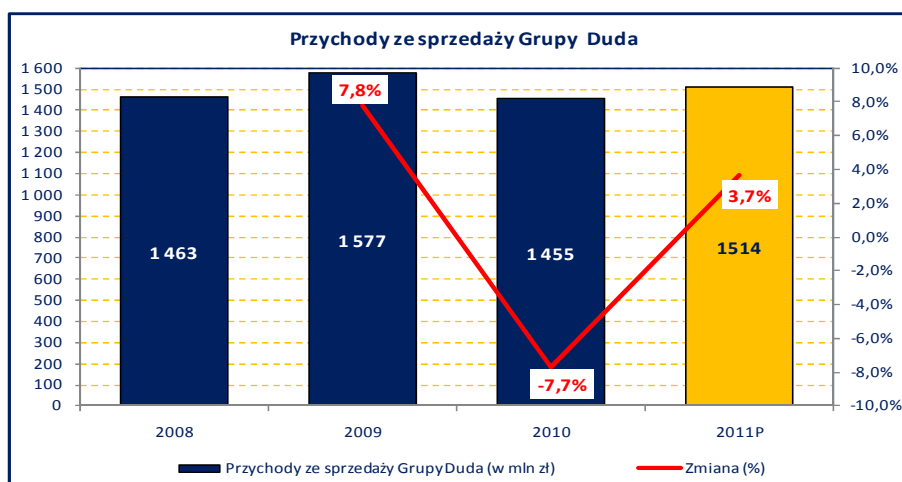


Źródło: PKM Duda S.A.

Sytuacja przychodowa

W 2010 roku przychody Grupy Duda obniżyły się o 7,7% (w 4Q 2010 roku sprzedaż skonsolidowana Spółki wzrosła o 5%), czego głównym powodem był spadek cen sprzedaży mięs i półtuszy oraz niższy ubój trzody w Zakładzie w Grąbkowie (-0,7% r/r). Kolejnym czynnikiem, który miał wpływ na wyniki operacyjne w 2010 roku było zaostrenie konkurencji - wejście na rynek nowych graczy, głównie w zakresie rynku skupu żywca. Grupa ograniczyła lub zrezygnowała również z handlu z podmiotami o wysokim ryzyku kredytowym – jako efekt ograniczenia limitów handlowych przez firmy ubezpieczeniowe.

W strukturze przychodów Grupy Kapitałowej w 4Q 2010 roku 68,5 mln zł stanowiły przychody eksportowe (17,4% ogółu przychodów), a narastająco za cały 2010 rok poziom przychodów eksportowych wyniósł 217,9 mln zł, tj. 14,97% ogółu przychodów. Wyniki roku bieżącego pod względem przychodów pozytywnie stymulować będzie naszym zdaniem własna hodowla trzody, rozwój sieci dystrybucji (hurtownie) oraz promocja własnej marki „Stół Polski”.



Źródło: PKM Duda S.A.
P – Prognoza AmerBrokers

Struktura sprzedaży

Analizując strukturę sprzedaży na rzecz klientów zewnętrznych widoczna jest zmiana pomiędzy segmentem produkcyjnym, a PKM Duda. Z segmentu tego wyłączony został PKM Duda, stąd zmiany obu segmentów analizować należałoby łącznie na przestrzeni lat 2009 i 2010. Liczone w ten sposób łączne przychody tych segmentów spadły w 2010 roku o 7,4%, a rentowność operacyjna wzrosła do 1,3%, wobec ujemnej rok wcześniej (-8,5%).

Segment handlowy (głównie Makton i NetBrokers) zanotował w 2010 roku spadek przychodów o 8,7% jako efekt restrukturyzacji portfolio oraz ograniczenia handlu z podmiotami o podwyższonym ryzyku kredytowym. W segmencie tym nastąpiła wyraźna poprawa efektywności, rentowność operacyjna wzrosła do 3,6%, z 0,9% w 2009 roku.

W segmencie rolnym zwierzęcym (hodowla trzody chlewnej) nastąpiło zwiększenie udziału w dostawach surowca z własnego zaplecza do zakładu w Grąbkowie. Zakłada ten w większym stopniu wykorzystywał moce w uruchomione już w 2009 roku, nastąpiło także powołanie grupy producenckiej. Zmiany te, a także efekt wzrostu cen pod koniec roku widoczne są w poprawie rentowności operacyjnej segmentu.

Segment rolny roślinny (zajmuje się produkcją roślinną zbóż, rzepaku i kukurydzy), odnotował w 2010 roku największą progresję. Przychody wzrosły o 36,5%, a rentowność operacyjna do 18,2% z -40,33% w 2009 roku. Czynnikiem pozytywnie stymulującym wzrost efektywności są rosnące cen płodów rolnych.

Struktura sprzedaży na rzecz klientów zewnętrznych Grupy Duda S.A. (w tys. zł)

	2009			2010			Przychody/ zmiana
	Przychody	Wynik operacyjny	Rentowność operacyjna	Przychody	Wynik operacyjny	Rentowność operacyjna	
Segment produkcyjny	346 783	-12 367	-3,6%	40 055	-2 792	-7,0%	-88,4%
Segment handlowy	972 397	8 832	0,9%	887 630	31 907	3,6%	-8,7%
Segment rolny zwierzęcy	4 545	-19 752	-434,6%	1 815	13 117	722,7%	-60,1%
Segment rolny roślinny	24 399	-9 830	-40,3%	33 301	6 056	18,2%	36,5%
PKM Duda	228 308	-36 354	-15,9%	492 494	9 535	1,9%	115,7%
Razem	1 576 432	-69 471	-4,4%	1 455 295	57 823	4,0%	-7,7%

Źródło: PKM Duda S.A.

Segmenty działania

Segment handlowy ma największy udział w strukturze przychodów Grupy Duda (61% w 2010 roku oraz największą kontrybucję w EBITDA (45,8%) i EBIT (55,3%). PKM Duda i segment produkcyjny ma analogicznie następujące udziały: 36,6%, 26,1%, 11,8%. Kolejne miejsce pod względem kontrybucji zajmuje segment rolny zwierzęcy: 0,1%, 19,4%, 8,7%. Segment rolny roślinny dzięki bardzo dobrym wynikom miał w 2010 roku 10,4% udział w EBIT Grupy Duda.

Emisje, skup akcji

W pierwszym półroczu 2010 roku PKM Duda przeprowadziła emisję akcji serii H. Cena emisyjna wyniosła 1,10 zł. Ze środków pozyskanych z emisji, kwota 28 mln złotych została przeznaczona na zasilenie kapitału obrotowego, 7 mln zł na działania restrukturyzacyjne, 16,3 mln zł na częściową spłatę kredytu podporządkowanego udzielonego przez Pekao S.A., a pozostała kwota zgodnie z celami emisji została przeznaczona na częściowe wykonanie porozumienia z bankami, a w szczególności na częściowy odkup akcji spółki od banków w celu umorzenia. Spółka wyemitowała także akcje serii I. Celem emisji tych akcji była konwersja wierzytelności Spółki z tytułu części niezabezpieczonych zobowiązań z umów kredytowych oraz zobowiązań z transakcji terminowych wobec banków. Cena emisyjna tych akcji wyniosła 1,36 zł (wartość emisji 167,9 mln zł). W dniu 29 grudnia 2010 roku Spółka nabyła od Banków 30.889.143 akcji własnych Spółki. Średnia jednostkowa cena nabycia papierów wartościowych wyniosła 1,26 zł. Umorzenie nabytych papierów wartościowych przewidziane jest na I półrocze 2011 roku.

Sytuacja finansowa

Bilans

Bilans skonsolidowany, w tys. zł				struktura		
	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.08	31.12.09	31.12.10
AKTYWA TRWAŁE	729 199	535 442	516 781	66,3%	71,4%	65,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	434 754	377 507	353 018	59,6%	70,5%	68,3%
Trwałe aktywa biologiczne	5 872	9 028	8 553	0,8%	1,7%	1,7%
Nieruchomości inwestycyjne	103 829	17 810	26 210	14,2%	3,3%	5,1%
Wartości niematerialne	4 657	1 042	3 933	0,6%	0,2%	0,8%
Wartość firmy	132 336	79 216	77 315	18,1%	14,8%	15,0%
Relacje z klientami	2 222	0	0	0,3%	0,0%	0,0%
Znak towarowy	20 400	20 400	20 400	2,8%	3,8%	3,9%
Pozostałe aktywa finansowe (długoterminowe)	3 953	1 346	553	0,5%	0,3%	0,1%
Należności długoterminowe	83	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	19 703	28 125	26 657	2,7%	5,3%	5,2%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 390	968	142	0,2%	0,2%	0,0%
AKTYWA OBROTOWE	370 027	214 217	267 577	33,7%	28,6%	34,1%
Zapasy	85 447	43 108	41 912	23,1%	20,1%	15,7%
Aktywa biologiczne	51 045	23 746	16 826	13,8%	11,1%	6,3%
Należności z tytułu dostaw i usług	171 392	92 150	111 762	46,3%	43,0%	41,8%
Należności z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń	24 508	14 814	7 436	6,6%	6,9%	2,8%
Pozostałe należności	8 449	5 535	5 980	2,3%	2,6%	2,2%
Pozostałe aktywa finansowe	2 959	496	425	0,8%	0,2%	0,2%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	17 517	27 150	42 759	4,7%	12,7%	16,0%
Inne aktywa finansowe	0	0	37 891	0,0%	0,0%	14,2%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	8 710	7 218	2 586	2,4%	3,4%	1,0%
AKTYWA RAZEM	1 099 226	749 659	784 358	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	365 289	226 564	309 459	33,2%	30,2%	39,5%
Kapitał podstawowy	97 300	226 423	308 891	26,6%	99,9%	99,8%
Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nom.	179 835	0	0	49,2%	0,0%	0,0%
Udziały (akcje) własne	0	0	-38 969	0,0%	0,0%	-12,6%
Kapitał z wyceny transakcji zabezpieczających	-36 634	0	0	-10,0%	0,0%	0,0%
Kapitał zapasowy	138 465	309 922	65 372	37,9%	136,8%	21,1%
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagr.	-21 336	-18 975	-17 186	-5,8%	-8,4%	-5,6%
Pozostałe kapitały rezerwowe	0	0	543	0,0%	0,0%	0,2%
Zyski zatrzymane/ Niepokryte straty	7 659	-290 806	-17 272	2,1%	-128,4%	-5,6%
Kapitał z tytułu umorzenia akcji własnych	0	0	8 080	0,0%	0,0%	2,6%
Udziały niekontrolujące	1 370	1 353	1 619	0,1%	0,2%	0,2%
Zobowiązania długoterminowe	187 802	119 624	205 622	17,1%	16,0%	26,2%
Oprocentowane kredyty i pożyczki	131 417	73 274	162 804	70,0%	61,3%	79,2%
Rezerwy na zobowiązania z tytułu świadczeń prac.	293	2 992	2 908	0,2%	2,5%	1,4%
Pozostałe rezerwy	449	1 064	0	0,2%	0,9%	0,0%
Zobowiązania długoterminowe z tytułu pochodnych instr. fin.	17 460	0	0	9,3%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu	3 626	3 065	3 768	1,9%	2,6%	1,8%
Zobowiązania wekslowe	0	10 412	0	0,0%	8,7%	0,0%
Zobowiązania z tytułu wykupu ziemi	0	6 643	15 636	0,0%	5,6%	7,6%
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	221	146	3 158	0,1%	0,1%	1,5%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	14 319	6 403	5 650	7,6%	5,4%	2,7%
Przychody przysługujące	20 017	15 625	11 698	10,7%	13,1%	5,7%
Zobowiązania krótkoterminowe	544 765	402 118	267 658	49,6%	53,6%	34,1%
Bieżąca część oprocentowanych kredytów i pożyczek	274 072	243 341	84 330	50,3%	60,5%	31,5%
Pocodne instrumenty finansowe	63 011	0	0	11,6%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	116 756	81 121	90 252	21,4%	20,2%	33,7%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	1 414	1 505	1 004	0,3%	0,4%	0,4%
Zobowiązania wekslowe	0	10 607	10 962	0,0%	2,6%	4,1%
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap.wart.	50 000	0	0	9,2%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu umorzenia akcji	0	0	38 920	0,0%	0,0%	14,5%
Pozostałe zobowiązania finansowe	1 538	3 197	2	0,3%	0,8%	0,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu	13 500	15 932	2 385	2,5%	4,0%	0,9%
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	0	7 979	8 569	0,0%	2,0%	3,2%
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	14 785	7 217	12 412	2,7%	1,8%	4,6%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Suma bilansowa Grupy Duda spadła w 2009 roku o 31,8%, głównie z powodu straty wygenerowanej w tym roku obrotowym, obniżającej wartość kapitału własnego podmiotu dominującego. Zmiany jakie w efekcie tych zdarzeń nastąpiły, (m.in. spadek wartości aktywów, konwersja długu na akcje) są bazą do oceny sytuacji Grupy w roku ubiegłym. Opisanie emisje akcji serii H oraz I spowodowały wzrost wartości kapitałów własnych, ponadto miała miejsce konwersja zadłużenia krótkoterminowego na długoterminowe. Zmiany te spowodowały, że suma bilansowa Grupy Duda wzrosła o 4,6% na koniec roku 2010, wzrost udział kapitałów własnych oraz zmianie na korzyść długoterminowych uległa struktura zobowiązań.

PKM Duda zawarła w dniu 23.12.2009 roku Umowę o Konsolidacyjny Kredyt Konsorcjalny, na podstawie której sześć banków udzieliło Spółce kredytów w łącznej kwocie ponad 102,9 mln PLN z przeznaczeniem na refinansowanie zobowiązań finansowych wynikających z umów kredytowych zawartych z ww. bankami. Umowa została zawarta w ramach wykonania planu naprawczego. Na podstawie Umowy o Konsolidacyjny Kredyt Konsorcjalny przesunięto termin spłaty ww. zobowiązań na późniejszy niż wynikający z pierwotnie zawartych umów kredytowych do daty przypadającej nie później niż 31 grudnia 2015 roku umożliwiając Spółce dominującej lepszą obsługę długu.

Rachunek zysków i strat

Opisane wcześniej zmiany w sytuacji przychodowej poskutkowały 7,7% spadkiem w 2010 roku sprzedaży skonsolidowanej. Korzystne jest ograniczenie kosztów o 10,3% w tym samym okresie, dzięki czemu zysk brutto ze sprzedaży wzrósł o 13,9%. Tak wysoka baza przy ograniczeniu kosztów sprzedaży oraz dodatnim saldzie z pozostałych przychodów operacyjnych spowodowała, że Grupa osiągnęła wysoki zysk operacyjny. Grupa ponosi duże koszty finansowe, w związku z czym zysk netto jest o prawie połowę niższy od operacyjnego. Mimo to wynik za 2010 rok należy ocenić jako bardzo dobry.

Rachunek zysków i strat, w tys. zł				zmiana %	
	2008	2009	2010	09/08	09/10
Przychody netto ze sprzedaży:	1 463 091	1 576 508	1 455 295	7,8%	-7,7%
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	789 053	810 155	761 828	2,7%	-6,0%
Przychody ze sprzedaży towarów	674 038	766 353	693 467	13,7%	-9,5%
Koszt własny sprzedaży	1 274 918	1 404 343	1 259 272	10,2%	-10,3%
Koszt własny sprzedanych produktów i usług	705 156	730 562	671 157	3,6%	-8,1%
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	569 762	673 781	588 115	18,3%	-12,7%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	188 173	172 165	196 023	-8,5%	13,9%
Pozostałe przychody operacyjne	64 904	30 990	33 647	-52,3%	8,6%
Koszty sprzedaży	88 882	99 078	97 492	11,5%	-1,6%
Koszty ogólnego zarządu	56 662	56 016	53 692	-1,1%	-4,1%
Pozostałe koszty operacyjne	24 476	267 760	20 692	994,0%	-92,3%
Udział w zyskach jednostek	66	768	0	1063,6%	-
Koszty restrukturyzacji	0	9 135	0	-	-
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	83 123	-229 602	57 794	-376,2%	-
Przychody finansowe	9 836	5 923	3 681	-39,8%	-37,9%
Koszty finansowe	112 004	129 300	25 734	15,4%	-80,1%
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	2 236	2 137	2 972	-4,4%	39,1%
Zysk/(strata) brutto	-16 809	-350 842	38 713	1987,2%	-
Podatek dochodowy	-6 577	-20 379	6 320	209,9%	-131,0%
Zysk (strata) netto przypadający akcj. jedn. dominującej	23 637	-330 721	32 127	-	-

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Analiza wskaźnikowa

Analiza wskaźnikowa potwierdza pozytywny trend w sytuacji finansowej Grupy Duda. Zwraca uwagę fakt, że rentowności Grupy są na najwyższym poziomie od 2008 roku. Zmiany na poziomie kapitału obrotowego wskazują na poprawiającą się sytuację w zakresie płynności Grupy Duda. Potwierdzają to wskaźniki płynności, które na koniec 2010 roku były na najwyższych poziomach od kilku lat.

Wskaźnik zadłużenia ogólnego utrzymuje się na poziomie 69% sumy bilansowej w latach 2009 i 2010. Obniżenie poziomu zapasów oraz należności poskutkowało skróceniem ich czasu rotacji, a cykl operacyjny spadł z 62 do 48 dni. Cykl konwersji gotówki obniżył się do 27 dni z 39 na koniec roku 2009.

	2008	2009	2010
Rentowność			
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	12,9%	10,9%	13,5%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	5,7%	-14,6%	4,0%
Wskaźnik rentowności EBITDA	8,0%	-12,0%	6,3%
Wskaźnik rentowności brutto	-1,1%	-22,3%	2,7%
Wskaźnik rentowności netto	1,6%	-21,0%	2,2%
ROA	2,2%	-44,1%	4,1%
ROE	6,5%	-146,0%	10,4%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	-174 738	-187 901	-81
Wskaźnik bieżący	0,7	0,5	1,0
Wskaźnik płynności szybkiej	0,5	0,4	0,8
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	66,6%	69,6%	60,3%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	200,5%	230,3%	152,9%
Dług netto (w tys. zł)	534 148	332 182	221 067
Rotacja			
Rotacja zapasów (w dniach)	44	32	23
Rotacja należności (w dniach)	42	30	25
Rotacja zobowiązań (w dniach)	29	23	21

Źródło: opracowania własne na podstawie danych ze Spółki

Wycena Spółki

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o prognozy DM AmerBrokers i dotyczą lat 2011-2015.

Założenia do prognoz

Zakładamy, że utrzyma się wzrost konsumpcji mięsa wieprzowego, także z powodu mniejszych dysproporcji cenowych z mięsem drobiowym. W zakresie cen żywca i w konsekwencji produktów mięsnych przewidujemy, że nastąpi w najbliższych miesiącach wzrost cen, co będzie miało związek z cyklem w produkcji trzody. Spadek pogłowia trzody chlewnej oraz uruchomienie przez UE w lutym br. systemu dopłat do prywatnego przechowywania mięsa wieprzowego są czynnikami, które krótkookresowo decydować będą o wzroście cen skupu. PKM Duda bierze udział w przechowywaniu wieprzowiny, jednak wymierne efekty tych działań będą widoczne dopiero w 2 i 3 kwartale br.

Sytuacja rynkowa sprzyja Grupie Duda. Zmiany cenowe spowodowały, że do dostawców Spółki zaliczają się obecnie duże i sprawdzone podmioty. Z kolei dzięki własnej produkcji, Grupa ma zabezpieczone około 20% dostaw surowca. Czynnikiem, który będzie determinować skalę i jakość osiągniętych wyników jest wielkość uboju we własnym zakładzie w Grąbkowie, który obecnie posiada zdolności do uboju 1 mln sztuk rocznie. W ubr. w zakładzie tym dokonano uboju 872 tys. sztuk trzody, prognozujemy że w roku bieżącym Spółka przynajmniej wykorzysta w 100% posiadane moce, co oznaczałoby kilkunastoprocentowy wzrost uboju. Oprócz zwiększonego wolumenu uboju, Grupa Duda konsekwentnie zmierza w kierunku wzrostu marż na sprzedaży, co ma nastąpić dzięki wyższemu poziomowi rozbioru półtuszy. Wyższy udział sprzedaży tego asortymentu przekłada się na poprawę dochodowości działania, co widoczne jest już w wynikach za 2010 rok.

W podziale na poszczególne segmenty działania na rok 2011 przyjmujemy, że sektor produkcyjny osiągnie 10% wzrost przychodów, co wynikać będzie ze zwiększonej skali działania w produkcji podstawowej. Dla segmentów roślinnego i zwierzęcego przyjmujemy wynik sprzedaży na poziomie z roku 2010 z uwagi na fakt, że tego typu działalność przewidziana jest głównie na potrzeby Grupy Duda i nie będzie rozwijana w celu wzrostu. Największe znaczenie dla wyniku skonsolidowanego mają segmenty handlowy oraz PKM Duda. Działalność handlowa rozwijana jest poprzez Makton oraz „Stół Polski”, a także dystrybucję dziczyzny poprzez spółkę Hunter Wild. Przyjmujemy, że bez akwizycji segment ten osiągnie przychody na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego, jednak czynnikiem wzrostu będą wyższe zyski poprzez wejście na nowe, wysoko marżowe rynki zbytu (m.in. HoReCa). Segment reprezentowany przez PKM Duda powinien osiągnąć minimum 10% wzrost sprzedaży, głównie dzięki zwiększonej skali uboju. Spodziewany się w tym przypadku także nieznacznego wzrostu rentowności operacyjnej.

Podsumowując, w 2011 roku Grupa Duda powinna wypracować przychody skonsolidowane na poziomie około 1,5 mld zł (+3,7%) oraz EBIT w wysokości 71,5 mln zł, rentowność operacyjna wyniesie 4,7%, natomiast EBITDA 6,9%. W kolejnych latach zakładamy 3,5% wzrost przychodów oraz marżę operacyjną na poziomie 5%.

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	1 455 295	1 508 550	1 561 349	1 615 996	1 672 556	1 731 096
Zmiana przychodów	-7,7%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBITDA	92 167	104 009	110 255	112 663	115 165	117 766
Marża EBITDA	6,3%	6,9%	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%
EBIT	57 794	71 500	78 067	80 800	83 628	86 555
Marża operacyjna	4,0%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Zysk (strata) netto	32 127	37 714	39 034	40 400	41 814	43 277
Marża zysku netto	2,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
P/Sales	0,33	0,29	0,28	0,27	0,26	0,25
EV/EBITDA	7,63	6,37	6,09	6,03	5,97	5,92
P/E	15,00	11,50	11,11	10,73	10,37	10,02

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,5%. Wartość długu netto przyjęto na podstawie danych bilansowych na koniec 2010 roku. W wycenie DCF uwzględniliśmy umorzenie 30,9 mln akcji na koniec 2011 roku.

Wycena metodą DCF, w tys. zł

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015P+
Zysk operacyjny	71 500	78 067	80 800	83 628	86 555	86 555
- opodatkowanie EBIT	13 585	14 833	15 352	15 889	16 445	16 445
NOPLAT	57 915	63 235	65 448	67 739	70 109	70 109
+ Amortyzacja	32 509	32 187	31 863	31 537	31 211	31 211
- Zmiana kapitału pracującego	-1 452	-2 271	-2 350	-2 432	-2 517	-1 079
Nadwyżka operacyjna	88 972	93 151	94 961	96 844	98 803	100 241
- Wydatki inwestycyjne	37 386	35 406	35 049	33 114	32 147	32 147
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	51 587	57 745	59 912	63 729	66 656	68 094
współczynnik dyskonta	92,1%	84,7%	77,8%	71,4%	65,5%	65,5%
Wartość bieżąca (PV FCF)	47 505	48 898	46 589	45 482	43 633	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	46,1%	42,5%	39,3%	37,7%	36,4%	36,4%
WACC	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%
Suma DCF 2011-2015	232 107					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	918 683					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	601 371					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	833 478					
Dług netto	221 067					
Wartość 100% akcji	612 411					
Liczba akcji (tys. szt.)	278 002					
Wartość 1 akcji, w zł	2,20					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Wartość 1 akcji spółki Duda wyliczona metodą dochodową to 2,20 zł.

Analiza wrażliwości

Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	1,0%	1,73	1,83	1,95	2,08	2,22
	0,5%	1,83	1,94	2,07	2,21	2,38
	0,0%	1,93	2,06	2,20	2,37	2,56
	-0,5%	2,05	2,19	2,36	2,55	2,77
	-1,0%	2,18	2,35	2,53	2,75	3,02

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Duda S.A w odniesieniu do wybranych spółek o zbliżonym profilu działania. Wycenę sporządzono w oparciu o ostatnie dostępne wyniki i dane.

Wycena porównawcza PKM DUDA S.A. na dzień 20.04.2011

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Smithfield Foods	23,17 USD	0,32	6,23	9,25	1,18
Hormel Foods	28,31 USD	1,02	8,80	17,68	2,97
Tyson Foods	19,24 USD	0,25	3,90	7,93	1,33
Bridgford Foods	10,40 USD	0,83	14,69	23,80	2,67
Sanderson Farms	45,09 USD	0,52	5,97	12,07	1,64
Mediana spółek porównywalnych	x	0,52	6,23	12,07	1,64
PKM DUDA	1,56 zł	0,33	7,63	15,00	1,56
Wycena 1 akcji PKM DUDA (w zł)		2,45	1,27	1,26	1,64
Wagi		0,20	0,30	0,30	0,20
Wycena 1 akcji PKM DUDA S.A. (w zł) - średnia ważona					1,58

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na giełdzie spółek z branży elektromaszynowej, **wartość 1 akcji Duda wynosi 1,58 zł.**

Końcowa wycena

W celu uzyskania końcowej wyceny spółki Duda obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą.

Końcowa wycena

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	2,20
Metoda porównawcza	0,50	1,58
Końcowa wycena Duda S.A. (w zł)	1,00	1,89

Źródło: opracowanie własne

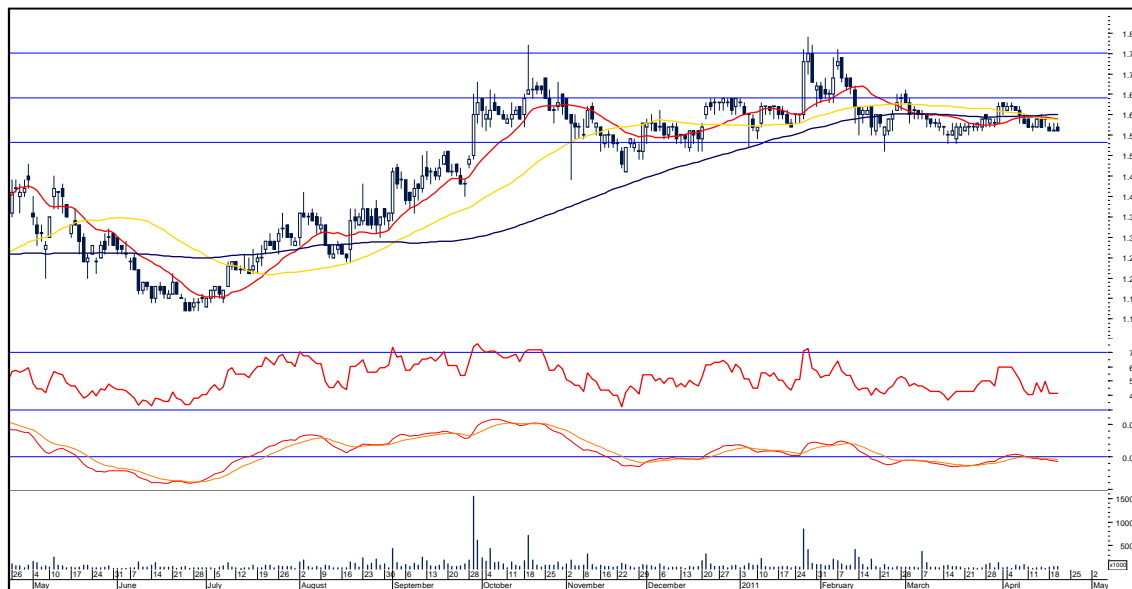
Uzyskana w ten sposób wartość jednej akcji Duda S.A. wynosi 1,89 zł. W związku z tym, że jest ona o 21,1% wyższa od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.

Analiza techniczna

Komentarz

Dominującą tendencją w przypadku akcji PKM Duda jest trend boczny, trwający od października ubr. wsparciem dla kursu jest poziom zbliżony do 1,53 zł, natomiast silna strefa oporu występuje przy poziomie 1,75 zł. Ze względu na stabilizację notowań w ostatnim okresie sytuacja techniczna waloru nie daje wskazań co do dalszego kierunku notowań. Prawdopodobnie jest to konsolidacja, oscylatory znajdują się na pułapach równowagi. Wybicie w górę ponad 1,63-1,65 powinno otworzyć drogę do ataku na opór powyżej 1,75 zł.

Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

Informacje dodatkowe

Zastrzeżenia prawne Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, została przygotowana przez Departament Corporate Finance. Jest ona skierowana do klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego AmerBrokers i jest udostępniana nieodpłatnie.

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść.

Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument.

Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Powielanie bądź publikowanie niniejszej analizy lub jej części bez pisemnej zgody DM AmerBrokers jest zabronione.

Dane prezentowane w niniejszym dokumencie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne, jednakże DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 PV - wartość bieżąca
 RV - wartość rezydualna
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywy poszczególnych podmiotów.

Metoda dywidendowa bazuje na szacunkach dotyczących wielkości i przyroście dywidend wypłacanych przez spółkę. Podstawowym założeniem jest w tym przypadku fakt, że zmiany rynkowej ceny akcji nie są istotne dla inwestora i to nie na nich chce on zarabiać. W przypadku wyceny spółki metodą dywidendową przyjmuje się, że jedynym przychodem otrzymywanym przez akcjonariusza są dywidendy. Wadą tej metody jest duża wrażliwość na koszt kapitału oraz stopę wzrostu dywidendy

Przyjęte przez autora analizy założenia przy wycenie spółki, mogą okazać się nietrafne. Niektóre z tych założeń bardzo mocno wpływają na końcową wycenę spółki. W związku z tym istnieje ryzyko odmiennego zachowania kursu spółki w porównaniu z jej wyceną wykonaną przez DM AmerBrokers.

Rekomendacja Datą pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą. W stosunku do poprzedniej rekomendacji nie wystąpiły istotne zmiany dotyczące metod i podstaw wyceny, przyjętych przy ocenie spółki oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji. W przeciwnym wypadku zostało to wyraźnie wskazane w treści rekomendacji.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji **KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

REDUKUJ - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, ale w mniejszym stopniu niż przy rekomendacji SPRZEDAJ. Oznacza to, że akcje spółki mogą tracić na wartości, w związku z czym zalecamy zmniejszenie udziału walorów tej spółki w portfelu.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki: w ciągu ostatnich 6 miesięcy dla spółki nie były wydawane rekomendacje.

Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 1Q 2011 roku

Rekomendacje wydane w 1Q 2011 roku

	Kupuj	Trzymaj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj
Liczba rekomendacji	7	4	1	1	0
Udział procentowy	54%	31%	8%	8%	0%

Powiązania Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką: powiązania nie występują.

Nadzór Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Kontakty

**DEPARTAMENT
RYNKU
WTÓRNEGO:** **Zbigniew Starzycki**
tel. 22 397 60 10
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

Janusz Bobrowski
tel. 22 397 60 12
janusz.bobrowski@amerbrokers.pl

Krzysztof Boryczko
tel. 22 397 60 13
krzysztof.boryczko@amerbrokers.pl

Paweł Kwiatkowski
tel. 22 397 60 11
pawel.kwiatkowski@amerbrokers.pl

**DEPARTAMENT
CORPORATE
FINANCE:** **Łukasz Rosiński**
tel. 22 397 60 24
lukasz.rosinski@amerbrokers.pl

Branże: budownictwo, deweloperzy, przemysł: materiałów budowlanych, chemiczny, metalowy, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, usługi inne

Robert Kurowski
tel. 0 663 933 490
kurowskirobert@gmail.com

Branże: IT, telekomunikacja, media, przemysł spożywczy, hotele i restauracje, banki, ubezpieczenia

Maciej Kabat
tel. 22 397 60 22
maciej.kabat@amerbrokers.pl

Branże: przemysł: chemiczny, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, drzewny, usługi inne

Renata Miś
tel. 22 397 60 25
renata.mis@amerbrokers.pl

Branże: handel detaliczny, handel hurtowy, przemysł: elektromaszynowy, drzewny, farmaceutyczny, lekki, paliwowy, energetyka, przemysł inne, finanse inne