

# Duda

**kupuj**

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: kupuj  
Cena: 1.54  
Cena docelowa: 1.98

## Kwartał lepszy od prognoz

Wyniki Dudy za III kwartał okazały się lepsze od naszych prognoz zarówno w odniesieniu do przychodów, jak i rentowności. Zakończony okres był pierwszym od roku, w którym spółka odnotowała wzrost przychodów w ujęciu r/r. Oszczędności osiągnięte dzięki restrukturyzacji w pierwszych trzech kwartałach roku, które wyniosły 9.4 mln PLN, przekroczyły już zaplanowany na cały rok poziom 8 mln PLN. Dzięki środkom pozyskanym z czerwcowej emisji, spółka ma zamiar odkupić od banków i umorzyć 30.9 mln akcji (10% kapitału).

### Wzrost przychodów

Przychody III kwartału zwiększyły się o 5.6% r/r, co było głównie zasługą poprawy w segmencie dystrybucyjnym (o 4.5% r/r) i rolnym (o 35.7%). Na wartość sprzedaży wciąż negatywnie wpływają ceny mięsa niższe o ponad 10% r/r i dlatego pozytywną dynamikę przychodów należy ocenić pozytywnie. Wyjątkowo wysokie temperatury w miesiącach letnich zwykle przyczyniają się do niższego popytu na artykuły mięsne, co w tym roku było przyczyną niezbyt dobrego kwartału dla segmentu produkcyjnego - jego przychody spadły o 0.3% r/r.

### Wyższy eksport

Słaby popyt na rynku krajowym został częściowo skompensowany dynamicznym wzrostem eksportu, który w III kwartale stanowił 16.9% ogółu przychodów grupy. Rok wcześniej analogiczny wskaźnik wynosił 10.0%, co oznacza poprawę o prawie 7 p.p. Wartość eksportu w III kwartale wzrosła o 79% r/r. Taką dynamikę należy ocenić pozytywnie, m.in. ze względu na możliwość stosowania naturalnego hedgingu w odniesieniu do ryzyka walutowego. Przychody eksportowe, zwłaszcza przy wchodzeniu na nowe rynki, są jednak realizowane przy niższych marżach brutto, co było jedną z przyczyn ich pogorszenia w stosunku do I półrocza (14.6%). W III kwartale marża brutto wyniosła 11.8% (wzrost o 0.6 p.p. r/r).

### Rekomendacja

W związku z tym, że wyniki za III kwartał okazały się wyższe od naszych prognoz, podwyższyliśmy prognozy rezultatów na cały rok (w przypadku zysku netto z 29.1 mln PLN do 32.2 mln PLN). Dla akcji spółki utrzymujemy rekomendację kupuj, a cenę docelową podnosimy z 1.92 PLN do 1.98 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	1.08 / 1.66		
Liczba akcji (mln)	308.9		
Kapitalizacja (mln PLN)	485		
EV (mln PLN)	682		
Free float (mln PLN)	296		
Średni obrót (mln PLN)	2.4		
Główny akcjonariusz	ING Bank Śląski		
% akcji, % głosów	11.7%, 11.7%		
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>		
Zmiana ceny (%)	-1.3%	8.3%	14.6%
Zmiana rel. WIG (%)	-0.6%	8.4%	20.9%

**Adam Kaptur**  
+22 598 26 59  
adam.kaptur@millenniumdm.pl

**Marcin Materna, CFA**  
(022) 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2009	1576.5	-207.7	-172.7	-327.6	-307.8	-1.36	-1.21	1.14	-1.2	1.4	-3.3	-4.0	-81.0%
2010p	1411.2	61.9	97.1	39.7	32.2	0.10	0.22	0.93	15.1	1.7	11.0	7.0	12.5%
2011p	1490.3	74.1	105.2	49.8	40.4	0.13	0.23	1.06	12.0	1.5	9.2	6.5	14.1%
2012p	1565.7	81.9	111.2	57.4	46.5	0.15	0.25	1.21	10.4	1.3	8.3	6.1	14.2%
2013p	1638.7	85.2	115.6	61.8	50.1	0.16	0.26	1.37	9.7	1.1	8.0	5.9	13.4%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

# Wyniki III kwartału

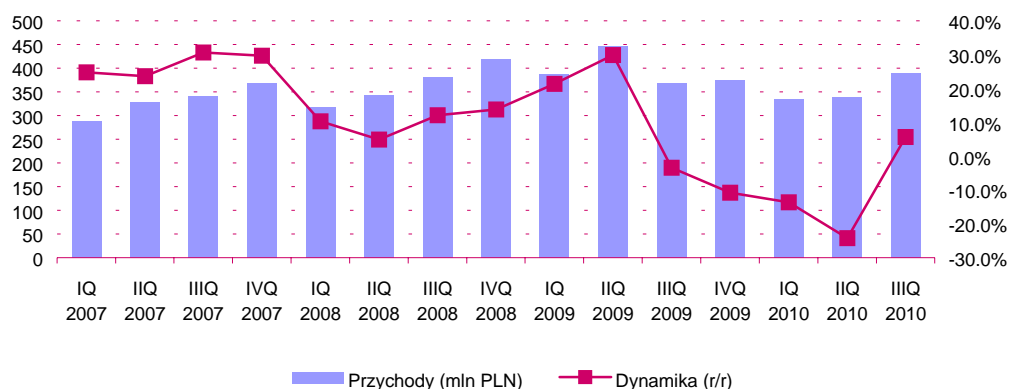
## Skonsolidowane wyniki kwartalne Duda

	III kw. 2010	III kw. 2009	zmiana	I-III kw. 2010	I-III kw. 2009	zmiana
Przychody	389.8	369.0	5.6%	1061.5	1201.4	-11.6%
EBITDA	22.8	17.2	32.1%	63.0	47.4	33.0%
EBIT	13.5	8.6	57.4%	45.1	20.4	121.3%
Zysk netto	7.3	1.1	556.9%	24.8	-74.3	-
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA	5.8%	4.7%		5.9%	3.9%	
Marża EBIT	3.5%	2.3%		4.3%	1.7%	
Marża netto	1.9%	0.3%		2.3%	-6.2%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

W III kwartale przychody spółki wzrosły o 5.6% r/r - była to pierwsza dodatnia dynamika sprzedaży od II kwartału 2009 roku. Do takiego wyniku przyczyniła się m.in. niska baza, gdyż począwszy od ubiegłorocznego III kwartału restrukturyzacja miała negatywny wpływ na poziom sprzedaży.

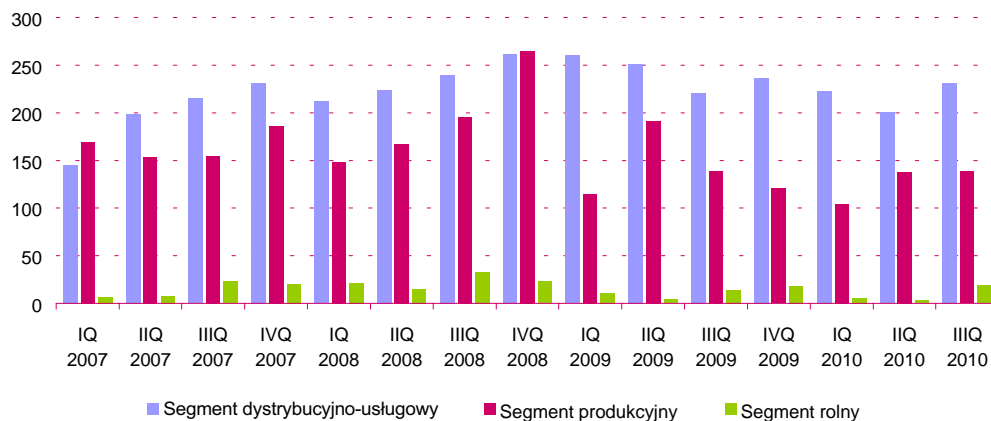
## Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



Źródło: PKM Duda S.A.

Wzrost przychodów kwartalnych w ujęciu r/r był możliwy głównie dzięki poprawie w segmencie dystrybucyjnym, którego sprzedaż zwiększyła się o 4.5% r/r. O prawie 5 mln PLN (35.7%) powiększyły się przychody segmentu rolnego.

## Kwartalne przychody w poszczególnych segmentach (mln PLN)

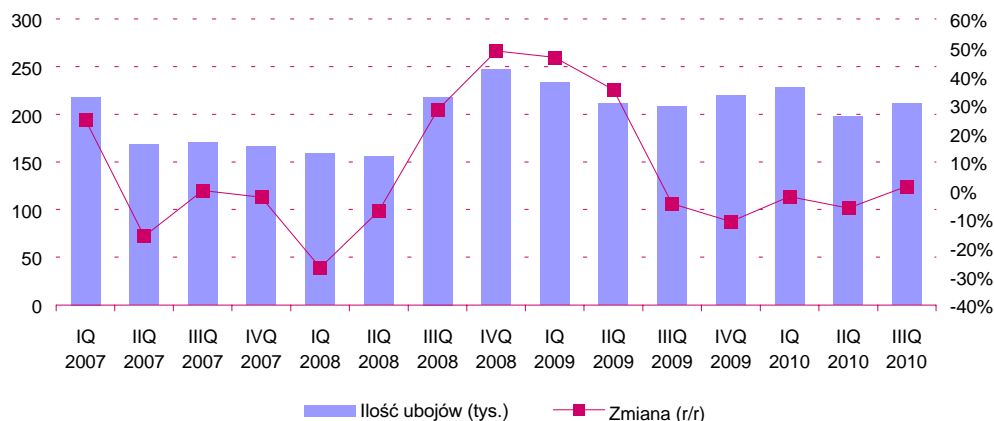


Źródło: PKM Duda S.A.

### Wciąż niskie ceny mięsa

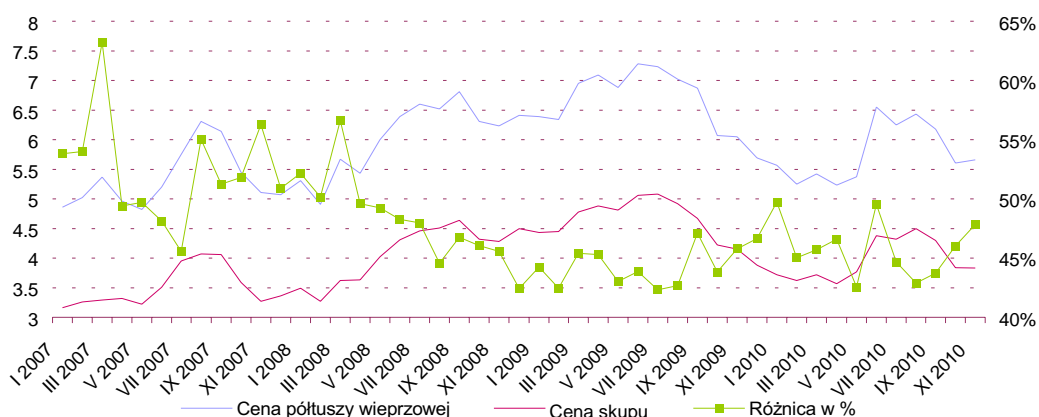
Pomimo niewielkiego wzrostu liczby ubojów w zakładzie w Grąbkowie (o 1.4% r/r), sprzedaż segmentu produkcyjnego ukształtowała się na poziomie bardzo podobnym do ubiegłorocznego (spadła o 0.3% r/r). Trzeba jednak pamiętać, że ceny sprzedaży mięsa (póltusz) były niższe o 10.7% r/r. W stosunku do ubiegłorocznego III kwartału średnie ceny skupu spadły o 10.6% r/r.

### Poziom ubojów w zakładzie PKM Duda w Grąbkowie (tys. sztuk)



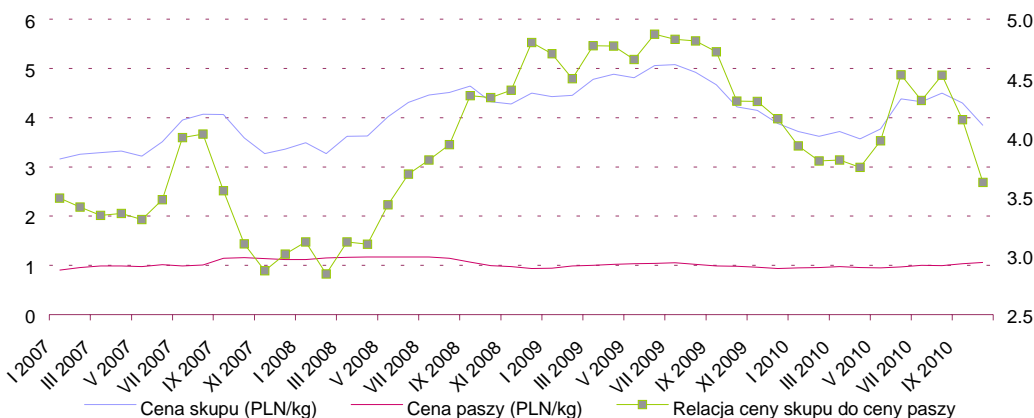
Źródło: PKM Duda S.A.

### Porównanie cen skupu żywca i cen póltusz (2007 - 2010)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny"

### Porównanie cen skupu żywca wieprzowego i cen pasz (2007 - 2010)

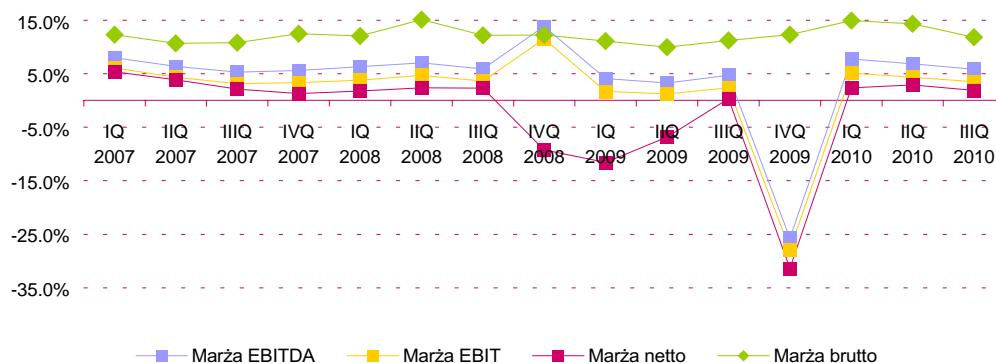


Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny", "Rynek pasz"

### Upały przyczyną niższych marż

Marża brutto III kwartału w ujęciu r/r wzrosła o 0.6 punktu procentowego. Poziom marży brutto był jednak znacznie niższy niż w I półroczu (14.6%). Niska marża brutto była głównie efektem słabych wyników segmentu produkcyjnego, dla którego niesprzyjający był okres wakacyjny charakteryzujący się upalną pogodą, negatywnie wpływającą na sprzedaż wyrobów mięsnych.

### Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: PKM Duda S.A.

W pierwszych trzech kwartałach roku spółka osiągnęła 9.4 mln PLN oszczędności w ramach programu restrukturyzacji, podczas gdy na cały rok planowano 8.0 mln PLN. Suma kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu zmniejszyła się o 0.3 mln PLN w stosunku do ubiegłorocznego III kwartału. Oszczędności kosztowe w połączeniu z wyższymi przychodami przyczyniły się do poprawy marż EBITDA i EBIT o około 1 p.p. r/r. Dzięki niższemu zadłużeniu (dług netto spadł z 282 mln PLN po I półroczu do 197 mln PLN po III kwartale) i kosztom finansowym marża netto wzrosła o 1.6 p.p. r/r.

### Odkupienie akcji od banków

3 grudnia spółka poinformowała o zawarciu z bankami aneksu do umów dotyczących opcji buy back, zgodnie z którym Duda odkupi 30.9 mln akcji serii I (10% kapitału zakładowego) po średniej cenie 1.26 PLN (od Kredyt Banku, ING Banku, PKO BP, BRE Banku i BZ WBK) oraz spłaci 16.3 mln PLN z kredytu udzielonego przez Pekao S.A. Transakcja zostanie sfinansowana środkami pozyskanymi w drodze czerwcowej emisji akcji serii H. O umorzeniu akcji zdecyduje NWZA zwołane na 29 grudnia. Liczba akcji ma zmniejszyć się z obecnych 308.9 mln do 278.0 mln. Zgodnie z naszymi obliczeniami, po odkupieniu od banków i umorzeniu akcji ich łączny udział w akcjonariacie spadnie z obecnych 37% do 30%.

W naszej wycenie przyjmujemy obecną liczbę akcji (308.9 mln).

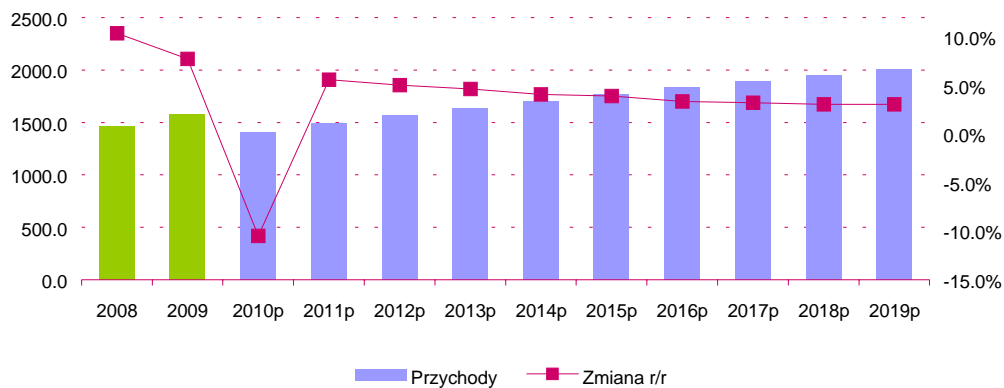
### Prognozowane wskaźniki P/E przed i po umorzeniu 30.9 mln akcji

Liczba akcji	P/E 2010	P/E 2011	P/E 2012
308.9	15.1	12.0	10.4
278.0	13.6	10.8	9.4

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

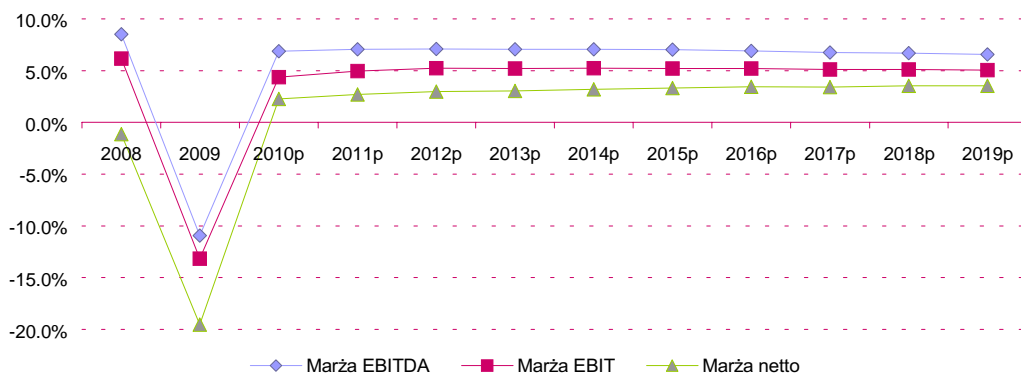
# Prognoza wyników

## Prognoza przychodów ma lata 2010 - 2019



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto ma lata 2010 - 2019



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wyrobów mięsnych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 750 mln PLN, czyli 2.43 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 474 mln PLN (1.53 PLN na akcję). Oba metodom przypisujemy równe wagi, dzięki czemu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 612 mln PLN, czyli 1.98 PLN na akcję i w związku z tym wydajemy dla spółki rekomendację kupuj.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	750	2.43
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	474	1.53
<b>Wycena spółki PKM Duda</b>	<b>612</b>	<b>1.98</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

### Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2010 - 2019
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2019 roku na poziomie 5.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2019 na 2.0%
- W wycenie uwzględniamy jedynie wzrost organiczny spółki
- Ceny skupu mięsa wieprzowego wzrastające o 2.5% rocznie, a od tych cen uzależnione są marże brutto segmentu produkcyjnego
- W tym roku spadek poziomu ubojów w zakładzie w Grąbkowie o 2% r/r, w przyszłym roku wzrost o 6.5% r/r, a potem stopniowe zmniejszanie się tempa wzrostu do 1.5% r/r na koniec okresu prognozy
- Wzrost przychodów z przetwórstwa z tegorocznego poziomu 100 mln PLN, w 2011 roku wzrost o 20% r/r, a potem tempo wzrostu zmniejszające się aż do 3% w ostatnim roku prognozy. Marża brutto przetwórstwa na poziomie 25%
- Udział rozbioru mięsa osiągający 50% w roku 2012, co zwiększy wtedy marżę brutto segmentu produkcji o 2 punkty procentowe
- Wzrost przychodów w segmencie dystrybucji wynoszący -9% w tym roku, a w kolejnych latach stały na poziomie 3% rocznie. Coroczny niewielki spadek marży brutto tego segmentu (o 0.1 punktu procentowego rocznie)
- Cykl konwersji gotówki ulegający w stosunku do obecnego poziomu niewielkiemu pogorszeniu w drugim roku prognozy, a później na stałym poziomie
- Obecna struktura dostaw założona na cały okres prognozy (20% z własnych hodowli, 30% import, a udział skupu krajowego na poziomie 50%)
- Stopniowe umacnianie się PLN wobec EUR i USD (od 2016 roku stałe na poziomach odpowiednio 3.5 oraz 2.5)

## Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	>2019
Sprzedaż	1411.2	1490.3	1565.7	1638.7	1705.7	1772.6	1832.2	1891.6	1949.4	2008.9	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	50.1	60.0	66.3	69.0	72.3	74.8	77.4	78.1	80.8	82.1	
Amortyzacja	35.2	31.1	29.3	30.5	31.4	32.2	30.9	31.4	30.9	30.4	
Inwestycje	-24.5	-46.6	-42.0	-41.0	-40.1	-38.0	-37.3	-36.2	-36.3	-35.3	
Zmiana kap.obrotowego	-3.3	-5.1	-5.6	-5.2	-4.7	-4.8	-4.0	-4.0	-3.9	-3.9	
FCF	57.5	39.4	48.0	53.2	58.9	64.1	67.0	69.4	71.5	73.3	1186.5
Zmiana FCF		-31.4%	21.7%	10.9%	10.6%	8.9%	4.5%	3.6%	3.1%	2.4%	2.0%
Dług/Kapitał	63.7%	59.8%	56.7%	53.3%	49.7%	45.9%	42.2%	38.8%	35.8%	33.1%	33.1%
Stopa wolna od ryzyka	4.1%	4.8%	4.9%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	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	5.1%	5.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.0%
Koszt kapitału	9.1%	9.8%	9.9%	10.3%	10.5%	10.6%	10.6%	10.7%	10.8%	10.9%	10.0%
WACC	5.3%	6.7%	7.0%	7.5%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%	9.2%	8.3%
PV (FCF)	57.3	36.8	41.7	42.6	43.2	43.0	41.0	38.5	35.8	33.0	534.3
Wartość DCF (mln PLN)	947										
(Dług) Gotówka netto	-197										
Wycena DCF (mln PLN)	750										
Liczba akcji (mln)	308.9										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>2.43</b>										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

## Wrażliwość wyceny PKM Duda na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa $R_r$ rezydualna	4.0%	2.1	2.4	2.7	3.2	4.0	5.4	8.9
	4.5%	2.0	2.3	2.5	2.9	3.6	4.6	6.8
	5.0%	2.0	2.2	<b>2.4</b>	2.7	3.2	4.0	5.6
	5.5%	1.9	2.1	2.3	2.6	3.0	3.6	4.7
	6.0%	1.8	2.0	2.2	2.4	2.8	3.3	4.1

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 2.43 PLN.

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją wyrobów mięsnych. Wartość Dudy oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

### Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
HORMEL FOODS CO	HRL	US	7.7	7.3		9.0	8.5	7.9	15.6	14.8	
MAPLE LEAF FOODS	MFI	CA	7.0	6.1	5.5	11.8	10.1	8.5	14.5	12.9	10.6
SMITHFIELD FOODS	SFD	US	6.4	6.8	8.0	8.9	10.1	10.9	10.5	11.5	15.2
PILGRIM'S PRIDE CO	PPC	US	0.7	0.7	0.6	1.5	1.3	1.1	5.0	4.6	3.7
HARBOES BRYGGERI	HARBB	DE	5.5	4.7	4.8	12.8	9.2	9.3	11.8	8.2	8.4
CAMPOFRIO FOOD	CFG	SP	6.6	6.2	5.8	10.1	9.3	8.8	16.3	13.9	12.2
ATRIA PLC	ATRAV	FI	8.9	6.6	5.8	49.2	14.5	11.1	31.5	10.9	7.5
TER BEKE N.V.	TERB	BE	4.5	4.3	4.2	9.3	8.6	8.3	10.4	9.0	8.5
SARA LEE CORP	SLE	US	8.4	8.0	7.8	12.5	11.1	10.6	17.8	16.0	15.3
KERRY GROUP PLC-A	KYG	IR	9.8	9.1	8.6	12.3	11.4	10.7	13.5	12.3	11.2
CRANSWICK PLC	CWK	GB	7.5	7.1	6.7	9.5	9.0	8.7	11.8	11.1	10.7
Mediana			7.0	6.6	5.8	10.1	9.3	8.8	13.5	11.5	10.7
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		197.4	97.1	105.2	111.2	61.9	74.1	81.9	32.2	40.4	46.5
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			482	497	448	428	492	523	434	464	495

**Wycena** **474**

**Wycena na 1 akcję** **1.53**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki Duda na 1.53 PLN.



## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
<b>przychody netto</b>	<b>1 041.2</b>	<b>1 325.3</b>	<b>1 463.1</b>	<b>1 576.5</b>	<b>1 411.2</b>	<b>1 490.3</b>	<b>1 565.7</b>	<b>1 638.7</b>	<b>1 705.7</b>
koszty wytworzenia	907.2	1 172.2	1 274.9	1 401.7	1 208.8	1 272.5	1 335.9	1 397.5	1 455.8
zysk brutto na sprzedaży	134.0	153.2	188.2	174.8	202.4	217.9	229.8	241.1	249.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	90.4	117.3	145.5	153.2	144.2	147.6	152.0	160.2	165.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	19.5	18.7	47.5	-229.3	3.7	3.9	4.1	4.3	4.4
<b>EBITDA</b>	<b>82.9</b>	<b>82.2</b>	<b>124.7</b>	<b>-172.7</b>	<b>97.1</b>	<b>105.2</b>	<b>111.2</b>	<b>115.6</b>	<b>120.6</b>
<b>EBIT</b>	<b>63.0</b>	<b>54.5</b>	<b>90.1</b>	<b>-207.7</b>	<b>61.9</b>	<b>74.1</b>	<b>81.9</b>	<b>85.2</b>	<b>89.2</b>
saldo finansowe	-3.2	-6.1	-99.9	-119.9	-22.2	-24.3	-24.5	-23.3	-21.8
zysk przed opodatkowaniem	59.8	48.4	-9.8	-327.6	39.7	49.8	57.4	61.8	67.5
podatek dochodowy	9.0	8.0	6.6	-20.0	7.5	9.5	10.9	11.7	12.8
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>50.3</b>	<b>40.1</b>	<b>-16.6</b>	<b>-307.8</b>	<b>32.2</b>	<b>40.4</b>	<b>46.5</b>	<b>50.1</b>	<b>54.6</b>
EPS	1.04	0.42	-0.17	-1.36	0.10	0.13	0.15	0.16	0.18

### Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>357.5</b>	<b>569.2</b>	<b>721.9</b>	<b>547.5</b>	<b>532.1</b>	<b>539.9</b>	<b>580.1</b>	<b>617.3</b>	<b>651.2</b>
wartości niematerialne i prawne	2.9	2.3	158.8	109.1	106.4	105.0	103.6	102.2	100.8
rzeczowe aktywa trwałe	234.0	358.9	434.1	390.1	390.9	345.2	325.7	338.4	348.9
inwestycje długoterminowe	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>238.9</b>	<b>310.5</b>	<b>377.1</b>	<b>216.9</b>	<b>256.2</b>	<b>271.7</b>	<b>281.4</b>	<b>288.3</b>	<b>297.7</b>
zapasy	71.9	91.4	136.5	66.9	70.6	74.5	78.3	81.9	85.3
należności	119.8	186.4	220.1	127.5	134.1	134.1	140.9	147.5	153.5
inwestycje krótkoterminowe	47.3	32.6	20.1	0.5	30.5	43.0	43.1	40.8	41.9
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.4	22.0	21.0	20.0	19.0	18.0	17.0
<b>aktywa razem</b>	<b>596.4</b>	<b>879.6</b>	<b>1 098.9</b>	<b>764.4</b>	<b>788.3</b>	<b>811.6</b>	<b>861.5</b>	<b>905.6</b>	<b>948.9</b>
kapitał własny	268.1	447.5	380.2	257.0	286.1	326.5	373.0	423.1	477.7
zobowiązania	328.3	431.0	717.4	506.0	502.2	485.1	488.5	482.5	471.2
zobowiązania długoterminowe	134.1	106.8	155.1	114.4	243.5	236.0	235.8	230.8	223.3
zobowiązania krótkoterminowe	172.1	295.3	521.8	391.6	253.8	244.3	248.2	247.2	243.5
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	2.5	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5
<b>pasywa razem</b>	<b>596.4</b>	<b>878.5</b>	<b>1 097.6</b>	<b>763.0</b>	<b>788.3</b>	<b>811.6</b>	<b>861.5</b>	<b>905.6</b>	<b>948.9</b>
BVPS	5.56	4.64	3.91	1.14	0.93	1.06	1.21	1.37	1.55

Źródło: Prognozy Millennium DM

**Cash flow (mln PLN)**

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
wynik netto	50.3	40.1	-16.6	-307.8	32.2	40.4	46.5	50.1	54.6
amortyzacja	19.9	27.7	34.6	35.0	35.2	31.1	29.3	30.5	31.4
zmiana kapitału obrotowego	3.3	5.1	5.6	5.2	4.7	4.8	4.0	4.0	3.9
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>37.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>78.4</b>	<b>64.0</b>	<b>66.3</b>	<b>70.2</b>	<b>75.3</b>	<b>81.3</b>
inwestycje (capex)	9.5	10.0	0.0	0.0	24.5	46.6	42.0	41.0	40.1
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-83.1</b>	<b>-175.3</b>	<b>-112.2</b>	<b>-19.4</b>	<b>10.5</b>	<b>-11.6</b>	<b>-42.0</b>	<b>-41.0</b>	<b>-40.1</b>
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	14.3	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	0.0	-56.7	-51.3	-50.0	-15.0	-0.5	-10.0	-15.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>61.9</b>	<b>168.4</b>	<b>109.8</b>	<b>-49.3</b>	<b>-60.7</b>	<b>-42.2</b>	<b>-28.1</b>	<b>-36.6</b>	<b>-40.2</b>
zmiana gotówki netto	15.8	-8.6	-8.3	9.8	13.8	12.5	0.1	-2.3	1.1
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	1.46	0.70	0.18	-1.21	0.22	0.23	0.25	0.26	0.28
FCFPS	1.19	0.41	0.49	0.24	0.19	0.21	0.22	0.22	0.23

**Wskaźniki (%)**

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
zmiana sprzedaży	7.9%	27.3%	10.4%	7.8%	-10.5%	5.6%	5.1%	4.7%	4.1%
zmiana EBITDA	14.4%	-0.9%	51.7%	-239%	-156%	8.3%	5.7%	4.0%	4.3%
zmiana EBIT	16.1%	-13.4%	65.3%	-330%	-130%	19.7%	10.5%	4.0%	4.8%
zmiana zysku netto	55.2%	-20.4%	-141%	1756%	-110%	25.5%	15.2%	7.7%	9.1%
marża EBITDA	8.0%	6.2%	8.5%	-11.0%	6.9%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
marża EBIT	6.1%	4.1%	6.2%	-13.2%	4.4%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%
marża netto	4.8%	3.0%	-1.1%	-19.5%	2.3%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%
sprzedaż/aktywa (x)	1.7	1.5	1.3	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
dług / kapitał (x)	0.9	0.7	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
odsetki / EBIT	0.1	0.3	1.2	-0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
stopa podatkowa	16%	17%	-69%	6%	19%	19%	19%	19%	19%
ROE	18.8%	14.9%	-3.7%	-81%	12.5%	14.1%	14.2%	13.4%	12.9%
ROA	8.4%	6.7%	-1.9%	-28.0%	4.2%	5.1%	5.7%	5.8%	6.0%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-203.8	-280.1	-442.2	-325.0	-282.1	-254.6	-254.0	-246.3	-230.2

Źródło: prognozy Millennium DM

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Michał Buczyński

+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

### Adam Kaptur

+48 22 598 26 59  
adam.kaptur@millenniumdm.pl

### Franciszek Wojtal

+48 22 598 26 05  
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

### Maciej Krefta

+48 22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Dyrektor  
banki i finans

Analityk  
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk  
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Analityk  
branża spożywcza, handel

Analityk  
energetyka, papier i drewno

Asystent

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Marek Przytuła

+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

### Jarosław Oldakowski

+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

### Kamil Dadan

+22 598 26 26  
kamil.dadan@millenniumdm.pl

### Łukasz Wójcik

+22 598 26 26  
lukasz.wojcik@millenniumdm.pl

### Paulina Rudolf

+22 598 26 90  
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.  
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp  
02-593 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.

KUPUJ - 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%

Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 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 (zyskowność, 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: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy 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 sporządziły 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. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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 nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. 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.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Duda	Kupuj	12 paź 10	1.59	1.92
------	-------	-----------	------	------

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2010 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	21%
Akumuluj	12	41%
Neutralnie	7	24%
Redukuj	4	14%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj	1	7%
Akumuluj	9	64%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	3	21%
Sprzedaj	0	0%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora