

**ZM DUDA S.A.**  
**RAPORT ANALITYCZNY**

Internetowy Dom Maklerski S.A.  
Listopad 2002

## 1. Dane ogólne

<b>Nazwa Spółki:</b>	Zakłady Mięsne Duda S.A.
<b>Siedziba:</b>	Grąbkowo 73, 63-930 Jutrosin
<b>Telefon / Faks</b>	Tel. (065) 547 21 11 Fax (065) 547 21 26
<b>Kapitał zakładowy:</b>	23 000 000,00 złotych
<b>Akcjonariusze Spółki:</b>	Daria Duda - 30,42% kapitału zakładowego Bogna Duda – Jankowiak - 35,86% kapitału zakładowego Marcin Duda 33,72% kapitału zakładowego
<b>Zarząd</b>	Bogna Maria Duda - Jankowiak Prezes Zarządu Paweł Sroka Wiceprezes Zarządu
<b>Przedmiot działalności Spółki:</b>	- Skup żywca - Ubój zwierząt gospodarskich - Rozbiór mięsa na elementy - Przetwórstwo mięsne - Handel artykułami spożywczymi - Usługi transportowe - Import i eksport artykułów spożywczych i przemysłowych - Handel detaliczny artykułami spożywczymi

Obecnie Zakłady Mięsne DUDA S.A. to firma dwuzakładowa z siedzibą w Grąbkowie – woj. wielkopolskie (byłe województwo leszczyńskie) oraz zakładem produkcyjnym w Czarnkowie, woj. wielkopolskie (byłe województwo pilskie), która zatrudnia ponad 300 osób i realizuje obroty na poziomie przekraczającym 200 mln zł rocznie.

## 2. Przedmiot działalności

**Podstawową działalnością Spółki jest skup i ubój żywca wieprzowego i wołowego oraz konfekcjonowanie i rozbiór mięsna.**

Działalność produkcjo - handlową ZM DUDA S.A. można podzielić na dwie podstawowe grupy:

1. produkcja i sprzedaż wieprzowiny, w asortymencie: półtusze wieprzowych i elementów, mięsa drobnego, tłuszczy, podrobów, wędlin oraz jelit,
2. produkcja i sprzedaż wołowiny w następującym asortymencie: ćwierci wołowych, półtusze cielęcych, elementów, mięsa drobnego, skór wołowych, podrobów i jelit.

Działalność usługowa ZM DUDA ma charakter pomocniczy i obejmuje:

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

Tabela 1 - Dane finansowe Spółki w tys. zł.

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002E*	2003E**
Przychody ze sprzedaży	101 771	125 184	196 991	221 200	288 575
Wartość księgowa	13 724	23 320	25 834	32 226	52 226
Zysk netto	483	320	2 514	6 432	9 628

\* bez nowej emisji

\*\* przy minimalnej wielkości emisji tj. objęciu 1 mln akcji po cenie 20,0 złotych.

Tabela 2 – Struktura sprzedaży Spółki

	<b>Eksport w mln zł</b>	<b>Eksport w %</b>	<b>Odbiór sieci w mln zł</b>	<b>Odbiór sieci w %</b>
2001	4,5	2,3 %	28,8	15,2 %
2002 E	22,0	13,6 %	40	18 %
2003 E	55,0	19 %	78	25 %
2004 E		25 %		30 %

### 3. Perspektywy i prognozy

Zarząd zakłada, że w perspektywie najbliższych 2-3 lat grupa kapitałowa tworzona wokół ZM DUDA S.A. będzie aktywnie uczestniczyć w konsolidacji branży mięsnej w Polsce. Spółka przewiduje, że grupa firm skupionych przez Emitenta oraz moce produkcyjne, zostaną powiększone w perspektywie 3-5 lat w takim stopniu, aby udział w krajowym rynku produkcji mięsa i jego przetworów wzrósł do 10%, oraz uzyskania istotnego miejsca wśród eksporterów mięsa oraz wyrobów, głównie na rynki Europy Środkowej i Wschodniej oraz krajów Unii Europejskiej. Wymagać to będzie relatywnie niewielkich inwestycji kapitałowych, które sfinansowane będą w znacznym stopniu przez środki własne ZM DUDA S.A. lub poprzez instrumenty finansowe dostępne na rynku.

Cele emisji to głównie:

1. Zakup pakietów kontrolnych akcji podmiotów branżowych.
2. Rozbudowa ubojni dostosowanej do wymogów norm obowiązujących w krajach Unii Europejskiej.
3. Zwiększenie środków obrotowych.
4. Zakup specjalistycznego transportu do przewozu żywca i mięsa.
5. Modernizacja starej ubojni pod potrzeby uruchomienia produkcji karmy dla zwierząt.
6. Budowa nowoczesnego zaplecza surowcowego

### 4. Opis Emisji

Tabela 3 - Wielkość oferty

Liczba oferowanych akcji	1.000.000 do 2.000.000 sztuk
Cena emisyjna 1 akcji	20,0-26,0 złotych
Wartość oferty	Od 20 do 52 mln złotych
Kapitał własny Spółki po ofercie	Od 52,3 do 82,3 mln złotych
Wartość Spółki po ofercie (wg. ceny emisyjnej)	Od 66 do 111,8 mln złotych
Docelowy rynek notowań	Rynek równoległy, notowania ciągłe
Udział nowych akcjonariuszy w Spółce	Od 30,3% do 46,5%
P/E po emisji (maksymalna cena i wielkość emisji)	11,61
P/BV po emisji (maksymalna cena i wielkość emisji)	1,36

### 5. Branża mięsna na GPW

Dla porównania przedstawiamy inne spółki z branży mięsnej notowane na GPW. Do porównania użyto przede wszystkim spółki większe, z wykluczeniem firm w najgorszej kondycji finansowej.

Tabela 4 – wyniki spółek branży mięsnej notowanych na GPW

	DROSED		EKODROB		INDYKPOL		MORLINY		SOKOŁÓW	
	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*
zysk netto (strata) w tys. zł.	2 310	-3 090	-10 165	-13 548	3 861	-3 024	-24 735	-17 334	-28 348	-32 695
sprzedaż netto w tys. zł.	370 956	333 989	140 551	128 798	489 896	500 585	390 496	421 684	855 099	835 615
wartość księgowa w tys. zł.	65 612	69 091	8 775	-1 299	58 290	53 810	86 307	94 845	282 959	281 125
wartość księgowa na jedną akcję w zł.	35,66	37,55	0,83	-0,12	18,65	17,22	14,93	16,41	2,82	2,81
zatrudnienie w szt.	1029	1080	500	523	1607	bd	1120	1145	4 000	3 200
wartość rynkowa w tys. zł.	77 280	49 680	10 494	4 452	84 375	59 375	52 029	42 201	214 416	210 407
liczba akcji w tys. szt.	1 840	1 840	10 600	10 600	3 125	3 125	5 781	5 781	100 194	100 194
cena rynkowa w zł	42,00	27,00	0,99	0,42	27,00	19,00	9,00	7,3	2,14	2,10
EPS w zł	1,26	-	-	-	1,24	-	-	-	-	-
P/E	33,33	-	-	-	21,77	-	-	-	-	-
P/BV	1,18	0,72	1,19	-	1,45	1,10	0,60	0,44	0,76	0,75

\* uwzględniono IV kw. 2001 i I-III kw. 2002

Tabela 5 – Wskaźniki spółek branży mięsnej notowanych na GPW

	DROSED		EKODROB		INDYKPOL		MORLINY		SOKOŁÓW	
	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*	2001	2002*
sprzedaż na 1-go zatrudnionego w tys. zł	360,5	309,2	281,1	246,3	304,9	bd	348,7	368,3	213,8	261,1
zysk netto na 1-go zatrudnionego w tys. zł	2,2	-	-	-	2,4	-	-	-	-	-
wartość rynkowa/sprzedaż (P/S)	0,21	0,15	0,07	0,03	0,17	0,12	0,13	0,10	0,25	0,25

\* uwzględniono IV kw. 2001 i I-III kw. 2002

Tabela 6 – Średnie wskaźniki spółek branży mięsnej notowanych na GPW

	2001	2002*
P/E	27,55	-
P/BV	1,04	0,75
sprzedaż na 1-go zatrudnionego w tys. zł.	301,8	296,2
zysk netto na 1-go zatrudnionego w tys. zł.	2,3	
wartość rynkowa/sprzedaż (P/S)	0,17	0,13

\* uwzględniono IV kw. 2001 i I-III kw. 2002

Tabela 7 – wyniki i wskaźniki rynkowe ZM DUDA S.A.

	2002*	2002E**	2003E***	2003E****
zysk netto (strata) w tys. zł.	4 648	6 431	9 628	9 628
sprzedaż netto w tys. zł.	206 650	221 200	288 575	288 575
wartość księgowa w tys. zł.	29 278	32 266	61 894	81 894
wartość księgowa na jedną akcję w zł.	12,73	14,03	18,76	19,05
zatrudnienie w szt.	392	392	428	428
wartość rynkowa w tys. zł.	46 000	46 000	66 000	86 000
liczba akcji w tys. szt.	2 300	2 300	3 300	4 300
cena rynkowa w zł.	20,00	20,00	20,00	20,00
EPS w zł.	2,02	2,80	2,92	2,24
P/E	9,90	7,14	6,86	8,93
P/BV	1,57	1,43	1,07	1,05
sprzedaż na 1-go zatrudnionego w tys. zł.	527,2	564,3	674,2	674,2
zysk netto na 1-go zatrudnionego w tys. zł.	11,9	16,4	22,5	22,5
wartość rynkowa/sprzedaż (P/S)	0,22	0,21	0,23	0,30

E - prognoza zarządu

\* uwzględniono IV kw. 2001 i I-III kw. 2002

\*\* bez nowej emisji

\*\*\* nowa emisja 1 mln akcji (cena em. 20 zł.)

\*\*\*\* nowa emisja 2 mln akcji (cena em. 20 zł.)

Porównanie innych spółek do ZM DUDA S.A. jest o tyle utrudnione, iż inne spółki ponoszą straty, zaś DUDA wykazuje zysk. Duda działa ponadto w innym segmencie rynku, gdyż nie produkuje wędlin, tylko mięso. Fakt, iż ZM DUDA S.A., w przeciwieństwie do innych firm z branży, osiąga zysk sytuuje tą firmę w wyjątkowo uprzywilejowanej sytuacji. W konsekwencji takiego stanu rzeczy DUDA jest bowiem niejako „skazany” na osiągnięcie sukcesu rynkowego i stopniowe przejęcie rynku kosztem słabo prosperującej konkurencji.

## 6. Analiza SWOT

### Mocne strony spółki

- Wysoka jakość oferowanych produktów Spółki;
- Zdolność do kompleksowego przerobu surowców rzeźnych;
- Zaawansowane prace nad przystosowaniem zakładów Spółki do wymogów obowiązujących w Unii Europejskiej;
- Łatwość dostosowywania oferty asortymentowej do potrzeb i wymagań odbiorców;
- Zawarcie długoterminowych umów z dużymi kontrahentami
- Konkurencyjność cenowa;
- Działanie proekologiczne minimalizujące wpływ na środowisko naturalne;
- Doświadczenie i wysokie kwalifikacje branżowe kadry menedżerskiej i załogi produkcyjnej;
- Duże wykorzystanie mocy produkcyjnych;
- Bardzo wysoka wielkość przychodów na zatrudnionego (wysoka wydajność pracowników).

### Słabe strony spółki

- niewystarczające środki niezbędne do finansowania zakupów u indywidualnych dostawców surowca;
- Częściowe uzależnienie od współpracy z dużymi partnerami handlowymi;
- Długie okresy spływu należności od odbiorców.

### Szanse

- Możliwość poszerzenia grona odbiorców poprzez ekspansywną działalność Spółki na nowych rynkach geograficznych (m.in. eksportową);
- Zaostrzenie norm weterynaryjnych sprzyjające uprzemysłowieniu sektora mięsnego przy jednoczesnym osłabieniu pozycji lokalnych konkurencyjnych podmiotów;
- Możliwość uczestniczenia jako znaczący na rynku podmiot w konsolidacji branży;
- Poszukiwanie nowych źródeł odbiorców, m.in. sieci handlowe których znaczenie na rynku znacząco wzrasta;
- Promocja produktów oraz dbałość o wizerunek firmy;
- Usprawnienie procesów dystrybucyjnych poprzez wprowadzenie elektronicznego systemu zamówień i realizacji.

### Zagrożenia

- Rosnąca konkurencja i umocnienie pozycji znaczących podmiotów krajowych;
- Możliwość napływu tańszych i wysokich jakościowo produktów z krajów UE;
- Skokowe zmiany cen żywności;
- Występowanie ogólnoswiatowych zagrożeń zdrowotnych wśród zwierząt hodowlanych (choroba wściekłych krów); Zmiany w preferencjach konsumpcyjnych społeczeństwa m.in. poprzez wzrost spożycia drobiu i wyrobów drobiowych czy coraz popularniejszy model konsumenta jarosza.

## 7. Wycena spółki w oparciu o zdyskontowane przepływy finansowe:

Dla obliczenia wartości spółki oraz wartości 1 akcji metodą zdyskontowanych przepływów finansowych przyjęto bardzo ostrożne założenia i tak:

- Stopa wolna od ryzyka 6,5% (rentowność bonów skarbowych);
- Systematyczny, lecz niewielki spadek poziomu stopy procentowej wolnej od ryzyka;
- Premia za ryzyko działalności Spółki 3%;
- Jako przepływy finansowe traktowany jest zysk netto + amortyzacja;
- Wartość rezydualna obliczona jest przy założeniu kontynuacji przepływów roku 2005 ( $g=0$ );
- Objętych będzie maksymalna liczba akcji tj. 2 mln sztuk.

Tabela 8 – wycena akcji ZM DUDA metodą zdyskontowanych przepływów finansowych

	2002	2003	2004	2005
stopa procentowa bez ryzyka (%)	6,5	6,0	5,5	5,0
premia za ryzyko (%)	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa dyskontowa (%)	9,5	9,0	8,5	8,0
Przepływy finansowe (mln zł)	8 331	11 447	13 788	16 742
współczynnik dyskontujący	1,00	0,92	0,85	0,78
przepływy zdyskontowane (mln zł)		10 502	11 659	13 108
razem		35 269		
wartość rezydualna		129 820		
Wartość firmy		165 089		
liczba akcji		4 300		
<b>wartość na 1 akcję</b>		<b>38,39</b>		

**Wartość 1 akcji spółki obliczona metodą zdyskontowanych przepływów finansowych daje wartość 38,4 zł**

## 8. Wycena metodą porównawczą

W celu porównania wyników uzyskanych metodą zdyskontowanych przepływów finansowych obliczamy również wartość akcji metodą porównawczą. Porównujemy ZM DUDA do innych firm notowanych na GPW. Porównanie to jest o tyle ułomne, iż:

- Wszystkie spółki z branży mięsnej wykazują na giełdzie straty. Wyjątkiem jest tu Pozmeat, który w roku 2001 osiągnął symboliczny zysk, nie wynikający zresztą z działalności operacyjnej.
- Spółka DUDA charakteryzuje się nieco inną specyfiką branżową, gdyż jest producentem mięsa, a nie wędlin, jak pozostałe spółki notowane na GPW
- Notowane spółki branży mięsnej porównujemy na bazie 3 kwartałów tego roku i ostatniego kwartału roku zeszłego, podczas gdy ZM DUDA na podstawie prognoz na rok 2002.

Aby ograniczyć ułomność wyceny poprzez porównanie zysków spółek, przyjęto założenie, iż Spółka ZM DUDA warta jest piętnastokrotność wykazane zysku. Inaczej mówiąc wskaźnik C/Z wyniesie przy tym założeniu 15. Dla porównania wskaźnik cena do zysku dla całej branży spożywczej ma wartość ujemną, a dla samych spółek przynoszących zyski wynosi obecnie 29,4. Byłaby to więc spółka o najniższym wskaźniku C/Z w całej branży spożywczej. Wycenę według wskaźnika cena do wartości księgowej oraz cena do sprzedaży uzyskujemy przez porównanie do innych notowanych spółek. Ostateczna wartość spółki jest średnią ważoną wycen uzyskanych ze wskaźników P/E, P/BV i P/S. Zastosowano przy tym wagi: dla zysku 3, dla sprzedaży 2 i dla wartości księgowej 1. Ostateczna wartość spółki ZM DUDA jest średnią nieważoną wycen uzyskanych przez porównanie do poszczególnych spółek. Wycenę tą przeprowadzamy w odniesieniu do roku 2002 (bez uwzględniania nowej emisji ZM DUDA) oraz

w odniesieniu do roku 2003, przy założeniu przeprowadzenia emisji 1,5 mln akcji (średnia wartość emisji) i cenie emisyjnej 20 zł.

Tabela 9 - Porównawcza wycena spółki ZM DUDA przez porównanie do innych spółek branży mięsnej – rok 2002

Firma	Dane w mln złotych				Wycena według			Wartość (mln zł)
	kapitalizacja	BV	sprzedaż	zysk	P/E	P/BV	P/S	
DUDA		32,27	221,20	6,43				
Sokołów	220,4	281,1	835,6	-32,7	96,47	25,30	58,34	71,90
Morliny	35	94,8	421,7	-17,3	96,47	11,91	18,36	56,34
Drosed	55,2	69,1	333,9	-3,1	96,47	25,78	36,57	64,72
Indykpol	65,6	52,1	500,6	-3,0	96,47	40,63	28,99	64,67
Średnio								64,40
<b>Wartość jednej akcji</b>								<b>28,00</b>

Tabela 10 - Porównawcza wycena spółki ZM DUDA przez porównanie do innych spółek branży mięsnej – rok 2003

Firma	Dane w mln złotych				Wycena według			Wartość (mln zł)
	kapitalizacja	BV	sprzedaż	zysk	P/E	P/BV	P/S	
DUDA		71,89	288,60	9,60				
Sokołów	220,4	281,1	835,6	-32,7	144,00	56,37	76,12	106,77
Morliny	35	94,8	421,7	-17,3	144,00	26,54	23,95	84,41
Pozmeat	41,4	41,9	97,1	0,6	144,00	71,04	123,05	124,86
Beefsan	1,6	2,2	48,1	-4,8	144,00	52,29	9,60	83,91
Drosed	55,2	69,1	333,9	-3,1	144,00	57,43	47,71	97,48
Indykpol	65,6	52,1	500,6	-3,0	144,00	90,52	37,82	99,69
Pekpol	4,0	12,3	35,5	-14,1	144,00	23,38	32,52	86,74
Średnio								97,09
<b>Wartość jednej akcji</b>								<b>25,55</b>

## 9. Ostateczna wycena

Zasadniczą metodą wyceny akcji spółki powinna być wycena metodą zdyskontowanych przepływów finansowych. Daje ona w przypadku ZM DUDA wyraźnie wyższą wycenę niż wycena metodą porównawczą. Kierując się jednak zasadą ostrożności przy wycenie, ostateczną wycenę jednej akcji spółki ZM DUDA przyjmujemy jako średnią z wyceny metodą zdyskontowanych przepływów oraz wyceny metodą porównawczą. Uzyskujemy więc ostateczną wycenę 1 akcji ZM DUDA S.A.:

**33,2 zł** za jedną akcję (na bazie roku 2002)  
**32,0 zł** za jedną akcję (na bazie roku 2003)

## 10. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów finansowych

Jako przepływy finansowe traktowany jest tu zysk operacyjny minus skorygowane obciążenia podatkowe (NOPLAT) plus amortyzacja. Jest to więc wartość nieco mniejsza niż EBITDA.

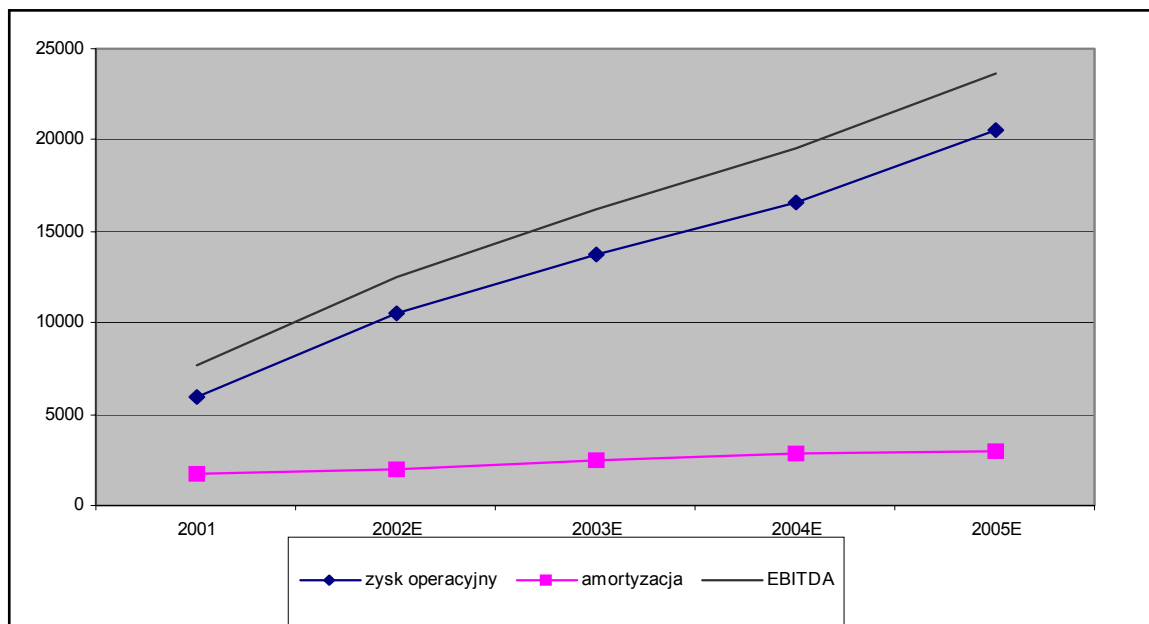
Tabela 11 – wycena metodą zdyskontowanych przepływów finansowych

	2002E	2003E	2004E	2005E
WACC	9,90	9,26	8,22	7,20
przepływy gotówkowe		13862	16697	20086
współczynnik dyskontujący	1,00	0,92	0,85	0,79
przepływy zdyskontowane		12687	14121	15846
razem				42654,67
wartość rezydualna (g=0)				159688,87
wartość działalności operacyjnej				202343,54
wartość działalności pozaoperacyjnej	(pominięto)			0,00
wartość zadłużenia				36499,00
wartość kapitału własnego				165844,54
liczba akcji				4300,00
wartość 1 akcji				38,57

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów finansowych daje wartość około 38,6 zł.  
Dla porównania przedstawiono wartość EBITDA w spółce.

Tabela 12 - wartość EBITDA w spółce

	2001	2002E	Wzrost (%)	2003E	Wzrost (%)	2004E	Wzrost (%)	2005E	Wzrost (%)
zysk operacyjny	5920	10548	78,18	13689	29,78	16622	21,43	20586	23,85
amortyzacja	1770	1957	10,58	2500	27,72	2900	16,00	3000	3,45
EBITDA	7690	12505	62,62	16189	29,46	19522	20,59	23586	20,82



## 11. Wycena metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego (EVA)

Założenia wstępne:

- W strukturze finansowania uwzględniony jest udział zobowiązań oprocentowanych oraz kapitału własnego
- Stawka podatkowa wynosi 27%
- Oprocentowanie kredytu wynosi 9% w roku przyszłym i powoli maleje
- Koszt kapitału własnego jest wyższy o 1% od oprocentowania kredytu



- W emisji publicznej sprzedane będzie 2 mln akcji po 20 złotych

Tabela 13 – struktura finansowania

	2002E	2003E	2004E	2005E
Udział długu	0,53	0,22	0,25	0,28
Udział kapitału własnego	0,47	0,78	0,75	0,72
Oprocentowanie kredytu	11%	9%	8%	7%
Koszt długu	8,03%	6,57%	5,84%	5,11%
Koszt kapitału własnego	12%	10%	9%	8%
WACC	9,90%	9,26%	8,22%	7,20%

Tabela 14 – obliczenie wartości spółki metodą EVA

	2002E	2003E	2004E	2005E
NOPLAT (tys. zł)	8 755	11 362	13 797	17 086
Kapitał zainwestowany (tys. zł)	68 776	104 376	114 376	127 376
ROIC (%)	12,73	10,89	12,06	13,41
WACC (%)	9,90	9,26	8,22	7,20
ROIC-WACC (%)	2,83	1,63	3,84	6,21
Zysk ekonomiczny (tys. zł)	1 949	1 699	4 393	7 912
Zysk ekonomiczny zdyskontowany (tys. zł)	1 949	1 558	3 714	6 195
Suma (tys. zł)	11 467			
Wartość rezydualna (tys. zł)	86 014			
Wartość bieżąca zysku ekonomicznego(tys. zł)	97 481			
Zainwestowany kapitał (tys. zł)	68 776			
Wartość działalności operacyjnej (tys. zł)	166 257			
Wartość spółki ogółem (tys. zł)	166 257			
Zadłużenie (tys. zł)	36 499			
Wartość kapitału własnego (tys. zł)	129 758			
Liczba akcji	4 300			
<b>Wartość 1 akcji (zł)</b>	<b>30,18</b>			