



**IDMSA.PL**

INTERNETOWY DOM MAKLERSKI

**Z.M. „DUDA” S.A.**

Internetowy Dom Maklerski S.A.-IDMSA.PL  
18 listopada 2003

Niniejszy materiał adresowany jest do wszystkich osób zainteresowanych spółką ZM DUDA S.A. IDMSA.PL w okresie ostatnich 6 miesięcy nie przedstawiał żadnych rekomendacji inwestycyjnych dotyczących ZM DUDA S.A.

***Powiązania IDMSA.PL, a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.***

Między sporządzającym analizę a Z.M. „DUDA” S.A. występują następujące powiązania:

1. Umowa, której przedmiotem jest podjęcie czynności mających na celu wprowadzenie akcji Emitenta do obrotu publicznego, oraz przeprowadzenie publicznej oferty akcji.
2. Umowa o pełnienie funkcji animatora
3. Umowa o pełnienie funkcji sponsora
4. Umowy najmu lokalu
5. Pełnienia przez Prezesa Zarządu IDMSA.PL funkcji Wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej Spółki Emitenta.
6. Pełnienie przez Wiceprezesa Zarządu IDMSA.PL Rafała Abratańskiego funkcji członka Rady Nadzorczej Spółki zależnej Emitenta – Netbrokers S.A.
7. Pełnienie przez pracownika IDMSA.PL Piotra Derlatkę funkcji członka Rady Nadzorczej Spółki zależnej Emitenta – Netbrokers Sp. z o.o.

(na podst. uchwały Komisji papierów Wartościowych i Giełd nr 509 z dnia 13 sierpnia 2002 roku w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych)

Niniejsza publikacja została przygotowana przez IDMSA.PL wyłącznie na potrzeby swoich klientów, nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych.

Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub części bez pisemnej zgody IDMSA.PL jest zabronione.

Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak IDMSA.PL nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Przedstawione prognozy SA oparte wyłącznie na analizie przeprowadzonej przez IDMSA.PL bez uzgodnień ze Spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. IDMSA.PL nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. IDMSA.PL może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.

## 1. Informacje ogólne o firmie Z.M. „DUDA” S.A.

Zakłady Mięsne „DUDA” S.A. są nowoczesną, dynamicznie rozwijającą się firmą w polskim sektorze usług uboju i rozbioru mięsa czerwonego. Udział Spółki w rynku elementów mięsnych (półtusze wieprzowe i ćwierci wołowe) wyniósł<sup>1</sup> w roku 2002 około 5%, co przy dużym rozdrobieniu branży lokuje ją na czołowej pozycji. Z.M. „DUDA” S.A. należy do najbardziej rentownych spółek w sektorze mięsnym. Firma zamierza kontynuować budowę zaplecza surowcowego (dotychczas zakupiono udziały w Wizental Sp. z o.o. i AGRO-DUDA). Holding „DUDA” tworzy także NetBrokers Sp. z o.o. (największa polska platforma elektroniczna zajmująca się handlem artykułami rolno-spożywczymi); oraz Jasan Nowy Sp. z o.o. (który jest właścicielem Jasanu, krajowego producenta koniny).

Działalność Z.M. „DUDA” S.A. jest pozytywnie oceniana przez analityków – potwierdza to uzyskanie tytułu "Najlepsza Firma Branży Mięsnej roku 2002" w tegorocznym prestiżowym rankingu firm sektora mięsnego, organizowanym przez redakcję BOSS Rolnictwo.

Tabela 1.1. Informacje ogólne

<b>Nazwa Spółki:</b>	Zakłady Mięsne Duda S.A.
<b>Siedziba:</b>	Warszawa, ul. Nowogrodzka 62
<b>Telefon / Faks</b>	Tel. (065) 547 21 11 Fax (065) 547 21 26
<b>Kapitał akcyjny:</b>	33 142 000,00 złotych
<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, - Chów trzody chlewnej.

Tabela 1.2. Akcjonariat

Akcjonariusz	Akcje	Głosy
<b>DUDA</b>	<b>3 314 200 100,00%</b>	<b>3 314 200 100,00%</b>
Duda-Jankowiak Bogna Maria	828 510 25,00%	828 510 25,00%
Duda Marcin Jerzy	775 480 23,40%	775 480 23,40%
Duda Daria	699 610 21,11%	699 610 21,11%
AIG PTE SA, Warszawa	209 436 6,32%	209 436 6,32%
Bankowy OFE	200 000 6,03%	200 000 6,03%
pozostali akcjonariusze	601 164 18,14%	601 164 18,14%

źródło: Z.M. „DUDA” S.A. dane na dzień 2003-08-25

Zakłady Mięsne nie posiadają akcji uprzywilejowanych co do głosu lub dywidendy dając wszystkim akcjonariuszom równy, proporcjonalny udział w zysku i głosach na walnym zgromadzeniu. Główni akcjonariusze są założycielami Spółki i autorami dotychczasowych sukcesów, tzn. wzrostu i rozwoju firmy. Z.M. „DUDA” S.A. na GPW jest wyjątkiem, jako jedna z niewielu firm rodzinnych nigdy nie wyemitowała akcji uprzywilejowanych. Dla rodziny Państwa Dudów troska o Spółkę i interesy akcjonariuszy mniejszościowych wyraża się również poprzez rzetelność i otwartość w relacjach inwestorskich i przyjęciu wszystkich zasad Ładu Korporacyjnego. W Zarządzie i Radzie Nadzorczej znaleźli się także profesjonalści „z zewnątrz”. Rodzina zdecydowała się także dołączyć do budowanej Grupy Kapitałowej rentowną Euro- i Agro-Dudę Sp. z o.o. Planowany zysk tej firmy zależnej na ten rok to niemal 2 mln zł. Przejęcie Agro-Dudy, nastąpiło po cenie nominalnej. Ten gest

<sup>1</sup> źródło: informacje ze Spółki Z.M. „DUDA” S.A.

pozytywnie świadczy o intencjach większościowych akcjonariuszy i uczciwości względem pozostałych udziałowców.

## 1.1. Przedmiot działalności

**Podstawową działalnością Spółki jest skup, ubój żywca wieprzowego oraz rozbiór mięsa.**

Zakłady Mięsne „DUDA” S.A. to firma dwuzakładowa, z lokalizacją głównego zakładu w Grąbkowie – woj. wielkopolskie (byłe województwo leszczyńskie) oraz mroźnią w Kobylinie Starym. Wielkopolska jest obszarem, który cieszy się mianem regionu o wysokiej kulturze rolnej i czystości ekologicznej, dzięki czemu zwierzęta rzeźne mają bardzo dobrą jakość i mięsnosc. Spółka zatrudnia ponad 400 osób i osiągnęła przychody na poziomie 220 mln zł w 2002 roku. Przychody na jednego zatrudnionego pracownika są dwu lub nawet trzykrotnie wyższe niż w konkurencyjnych firmach z branży. Integrację z Unią Europejską Spółka traktuje jako szansę na zwiększenie przychodów z tytułu eksportu. Na 2003 rok Z.M. „DUDA” S.A. planuje przychody w wysokości 265 mln zł w tym wpływy z eksportu na 31 mln złotych.

ZM „DUDA” S.A. specjalizuje się w uboju i rozbiórce mięsa. Jej działalność obejmuje także zamrażanie towarów w nowoczesnej komorze zamrażalniczej, składowanie towarów spożywczych w chłodniach składowych i specjalistyczne usługi transportowe: przewóz żywca i towarów spożywczych. W tym roku Spółka zwiększy przychody o 20% (względem 2002r.) przy wzroście zysków o 190%. W poprzednim 2002 roku zysk netto wzrósł o 100% r/r. Źródła sukcesu firmy to: specjalizacja, duża skala działania, lokalizacja, nastawienie na klienta hurtowego. Spółka posiada certyfikat jakości HACCP oraz uprawnienia eksportowe do krajów UE.

Działalność produkcjo - handlową Z.M. „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 cielecych, elementów, mięsa drobnego, skór wołowych, podrobów i jelit.

Spółka rozwija i podejmuje działania także w nowych dziedzinach:

1. Organizacja obrotu na elektronicznej platformie artykułami rolnymi i spożywczymi za pośrednictwem Spółki NET BROKERS.
2. Budowa zaplecza surowcowego (poprzez udziały w Wizental, Agro-Duda).

Działalność usługowa Z.M. „DUDA” S.A. 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 1.3. Podstawowe dane finansowe Spółki w tys. zł.

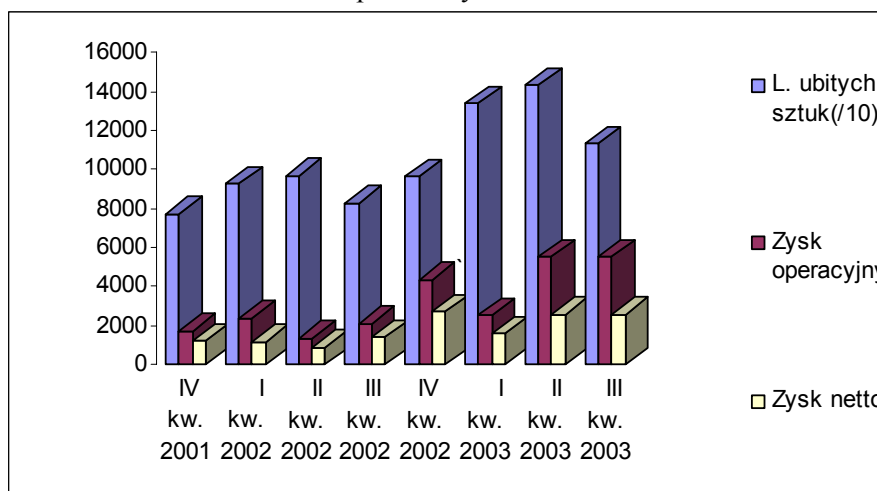
Kwartał	Przychody		Uboj żywca wp.		Zysk operacyjny		Zysk netto		ROE
	wartość (tys. zł)	dynamika*	*10tys. szt.	dynamika*	Wartość (tys. zł)	dynamika*	wartość (tys. zł)	dynamika*	%
III kw. 2003	63 496	97	11 307	79	3 751	68	3 234	126	16,71%
II kw. 2003	65 705	108	14 325	107	5 527	221	2 557	164	18,60%
I kw. 2003	60 888	99	13 375	139	2 496	57	1 563	58	17,65%
IV kw. 2002	61 600	134	9 655	116	4 359	207	2 712	192	20,45%
III kw. 2002	45 934	88	8 297	86	2 108	155	1 413	162	16,91%
II kw. 2002	52 455	88	9 678	104	1 358	57	870	75	13,59%
I kw. 2002	59 892	123	9 284	120	2 365	136	1 161	96	14,24%
IV kw. 2001	48 637	100	7 716	100	1 733	100	1 204	100	10,25%

\*pop. Kw.=100

źródło: obliczenia własne IDMSA.PL na podstawie danych ze Spółki oraz serwisu Notoria.

Przy wzroście przychodów o 40% w ciągu ostatnich dwóch lat Spółka zwiększyła ponad trzykrotnie zysk operacyjny. Ilość ubitych sztuk żywca wzrosła prawie o 100% od czwartego kwartału 2001, pokazuje to siłę i dynamikę z jaką lider branży mięsnej zwiększa udział w rynku. Zdobyć wysokiej pozycji na rynku powinno przynieść bardzo pozytywny efekt w postaci wzrostu zysku netto, w momencie, gdy podniesie się stopa życiowa Polaków i gdy zaczną konsumować wędliny i mięsa lepszej jakości. Wzrost zamożności Polaków powinien zmienić preferencje co do rodzaju konsumowanego mięsa. Wzorem europejskich krajów powinien wzrosnąć popyt na tzw. *organic food* czyli żywność naturalną w mniejszym stopniu przetworzoną i bez konserwantów. Można oczekiwać większego popytu na mięso czerwone kosztem wyrobów garmażeryjnych i wędlin niskiej jakości.

Wykres 1.4. Podstawowe dane finansowe Spółki w tys. zł.



źródło: Spółka, wyliczenia własne IDMSA.PL, (na wykresie ubój żywca wp. dzielony przez 10, w szt.)

## 1.2. Dostawcy i klienci

Wyższą jakość i bezpieczeństwo produktów zapewnia Spółce stała współpraca z dostawcami surowca. Jako jedna z nielicznych spółek z branży, Z.M. „DUDA” S.A. posiada ponad 75% udziału w kontraktacji w skupie surowca. Dla odbiorców oznacza to także ciągłość dostaw. Grupa dostawców jest liczna i zróżnicowana, przez co nie występuje uzależnienie od jednego lub kilku dostawców. Z.M. „DUDA” S.A. współpracuje zarówno z specjalistycznymi fermami trzody chlewnej, gospodarstwami rolno-hodowlanymi, spółdzielniami produkcyjnymi, jak i rolnikami indywidualnymi oraz firmami pośredniczącymi w handlu surowcem. Budowa własnego zaplecza surowcowego jest jednym z celów, który ma podnieść jakość i uniezależnić rentowność sprzedaży od wahań cen żywca wieprzowego. Lokalizacja zakładu w Wielkopolsce-największym zagłębiu produkcji żywca wieprzowego pozwala na minimalizację kosztów. Region Wielkopolski charakteryzuje się wysoką kulturą chowu.

Krajowymi odbiorcami produktów Z.M. „DUDA” S.A. są przede wszystkim:

- ◆ wiodące zakłady przetwórstwa mięsnego na terenie całego kraju;
- ◆ największe sieci handlowe, super i hipermarketów (Tesco, Auchan, Metro, Carrefour, Geant i Selgros);
- ◆ zakłady rozbioru mięsa;
- ◆ Agencja Rynku Rolnego.

Uprawnienia eksportowe dla ubojni oraz chłodni składowej umożliwiają eksport mięsa w półtuszkach i elementach do wszystkich państw z wyłączeniem Kanady i USA. W 2002 roku Spółka eksportowała produkty do takich krajów jak: Łotwa, Rumunia, Rosja, Albania, Litwa, Ukraina, Białoruś, Chorwacja, Macedonia, Estonia. Udział eksportu w przychodach ze sprzedaży firmy zwiększył się w 2002 roku do 14,3%. Docelowo Spółka chce sprzedawać na rynku UE ok. 30% swoich produktów. Firma jako jedna z niewielu posiada certyfikaty unijne, świadectwa jakości oraz wystarczające moce przerobowe, by obsługiwać wielu dużych klientów zagranicznych.

### 1.3. Perspektywy i prognozy

Przed sektorem mięsnym rysują się dobre perspektywy związane z możliwościami eksportu do krajów UE. W branży tej obserwuje się czteroletni cykl koniunkturalny tzw. „cykl świński”, którego poprzednie dno z 1998 roku zostało pogłębione przez „kryzys rosyjski” a kolejne dno może zostać zniwelowane na skutek szans eksportowych, ale najpierw czekają nas najlepsze dwa pierwsze lata dobrej koniunktury (2002-2004).

Od 1 maja 2004 na polskim rynku mięsnym zajdą rewolucyjne zmiany, które upodobnią jego strukturę do tej obowiązującej w UE. W przyszłym roku wymagane będzie posiadanie przez Spółki mięsne certyfikatów (HACCP) poświadczających stosowanie standardów weterynaryjno-sanitarnych obowiązujących obecnie kraje Zachodniej Europy. Firmy mięsne zmuszone są więc do wysokich inwestycji. Według danych z lipca tego roku spośród 4000 firm działających w sektorze mięsnym, aż ponad 1700 na pewno będzie musiało zakończyć działalność po akcesji, jedynie 300 zakładów uzyskało okresy przejściowe jednak nie będą miały one prawa eksportować na rynki wspólnotowe i nie będą beneficjentami dopłat bezpośrednich. Tort do podziału pomiędzy najlepszymi, którzy pozostaną na rynku powiększy się o możliwości eksportowe, natomiast liczba zakładów konkurujących spadnie. Otwarcie się rynku europejskiego jest dużą szansą dla polskich producentów, nasza konkurencyjność cenowa zaznacza się już na poziomie surowcowym. Mięsnosc żywca wieprzowego z polskich hodowli polepsza się z roku na rok. Z drugiej strony mięso genetycznie modyfikowane z holenderskich ferm zarodowych ma zbyt wysoką mięsność, przez co jest mniej smaczne (mięso białe).

Najbardziej obiecującym segmentem branży jest jej część ubojowa, jest ona w największym stopniu rozdrobniona, w dodatku właśnie w zakładach ubojowych poziom dostosowań do unijnych wymogów sanitarno-weterynaryjnych jest najniższy, a koszty modernizacji – zwykle najwyższe. Wg danych z 2002 roku w Polsce na prawie 2800 rzeźni, tylko 19 spełniało unijne standardy. Szansę na wdrożenie norm unijnych miały 2 działy rozbioru, 30 przetwórn i 12 chłodni oraz 833 rzeźni.

Z.M. „DUDA” S.A. osiągnęła wysoką specjalizację w uboju i rozbiórce mięsa, podczas gdy większość zakładów skupia w jednej jednostce organizacyjnej ubój, rozbiór i produkcję przetworów mięsnych. Model biznesowy jaki przyjęły Zakłady Mięsne z Grąbkowa zbliża tą firmę bardziej do sektora usługowego niż produkcyjnego. Większość producentów wędlin będzie musiała po wstąpieniu Polski do UE zrezygnować z działalności ubojowej, ponieważ nie będzie spełniać restrykcyjnych unijnych standardów. Skorzystać może na tym ogromnie DUDA realizując zamówienia zakładów przetwórczych na usługi uboju. Specjalizacja w dziedzinie uboju i rozbioru jest również korzystna ponieważ nie wymaga nakładów na reklamę i promocję.

Z.M. „DUDA” S.A. prognozuje ubój na cały 2003 rok na 515 tys. sztuk. Po dwu pierwszych kwartałach ubój żywca wieprzowego wyniósł 382 tys. szt. Wszystko wskazuje na to, że prognozy zostaną zrealizowane.

Zarząd zakłada, że w perspektywie najbliższych dwu lat grupa kapitałowa tworzona wokół Z.M. „DUDA” S.A. zwiększy udział w krajowym rynku produkcji mięsa i jego przetworów do 10%. Planowane jest również uzyskanie istotnego miejsca wśród eksporterów mięsa (także koniny), głównie na rynki Europy Środkowej i Wschodniej oraz krajów Unii Europejskiej.

Wg prognoz Zarządu budowa grupy kapitałowej zwiększy rentowność sprzedaży. Czas na przejścia i konsolidacje wydaje się być bardzo dogodny, ponieważ konkurencyjne zakłady mięsne boleśnie odczuły pogorszenie koniunktury. Natomiast wśród spółek z rynku publicznego GPW w Warszawie Duda przez okres prawie roku była jedynym zakładem notującym zysk netto.

Strategia Spółki zakłada rozbudowę grupy kapitałowej i stworzenie bazy surowcowej (integracja pionowa) w celu zapewnienia sobie wysokiej jakości surowca i uniezależnienia się od cyklicznych zmian cen. Spółka zwiększając udział w rynku korzysta z efektu skali, może jednak napotkać bariery rozwojowe w postaci dużej ilości produktów poubojowych, dlatego dąży także do integracji poziomej z zakładami przetwórczymi (zakup Jasanu Nowy Sp. z o.o.). Istnieją szanse na wykorzystanie produktów poubojowych i odpadów poprzez ich przerób np. na karmę dla psów.

Z.M. „DUDA” S.A. stara się o bezzwrotne wsparcie z funduszu SAPARD. Procesy konsolidacyjne i budowa grupy, ułatwią powtórne staranie się o środki z UE dla przejmowanych spółek na rozwój, modernizację lub podnoszenie jakości wyrobów. Spółka oczekuje, iż otrzyma

w czwartym kwartale 2003 roku bezzwrotne fundusze z programu SAPARD w kwocie 5,1 mln zł, która zostanie przelana na konto Spółki po zakończeniu i rozliczeniu przedsięwzięcia inwestycyjnego Z.M. „DUDA” S.A. złożyła w Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa drugi wniosek o przyznanie 900tys zł w ramach refundacji zakupu środków transportu do przewozu mięsa. Wniosek jest w trakcie rozpatrywania i umowa nie została jeszcze podpisana.

### Prognozy Zarządu Z.M. „DUDA” S.A.

Prognozy Spółki na bieżący rok są bardzo zbliżone do wyników uzyskanych na podstawie statystycznej ekstrapolacji trendu. Zrealizowanie przychodów w wysokości 265 mln zł wydają się być bardzo prawdopodobne. W prognozach uwzględnić należy sezonowość. Unormowane czynniki sezonowości w kwartałach od pierwszego do czwartego wynoszą odpowiednio: 1,2; 1; 0,9; 0,9. Oznacza to iż najprostszym przybliżeniem przychodów na dany rok jest przemnożenie przychodów uzyskanych w drugim kwartale przez cztery. Tym sposobem otrzymujemy wynik bardzo zbliżony do przewidywań Zarządu (263mln zł). Prognozowany zysk operacyjny wzrośnie w 2003 roku o 113% do 20 mln zł, zysk netto natomiast wyniesie 14,5 mln tj. 190% (progresja liczona rok do roku). Prognozy zysków uważam za ambitne, ale wykonalne. Nakłady inwestycyjne w Spółce spadną w 2004 roku o 40%, natomiast dla grupy kapitałowej pozostaną na niezmiennym poziomie.

Tabela 1.6. Prognozy na 2004 rok w tys. zł.

	2002	2003				2004			
	DUDA*	DUDA	Zmiana %	Grupa Kapitałowa	Zmiana %	DUDA	Zmiana %	Grupa Kapitałowa	Zmiana %
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	219 875	265 000	20,52%	309 055	40,56%	317 000	44,17%	438 309	99,34%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17 287	26 260	51,91%	32 345	87,11%	28 300	63,71%	51 473	197,76%
Zysk (strata) ze sprzedaży	7 945	11 087	39,55%	14 201	78,74%	13 422	68,94%	26 297	230,99%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	9 395	20 043	113,34%	24 341	159,08%	20 621	119,49%	34 966	272,18%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	7 264	16 803	131,32%	20 517	182,45%	18 210	150,69%	31 047	327,41%
Zysk (strata) brutto	7 264	16 803	131,32%	20 517	182,45%	18 210	150,69%	31 047	327,41%
Zysk (strata) netto	5 018	14 525	189,46%	17 115	241,07%	14 750	193,94%	23 347	365,27%
Nakłady inwestycyjne	16 910	28 254	67,08%	31 018	83,43%	10 000	-40,86%	17 100	1,12%
<b>ROA /%!</b>	<b>4,29</b>	<b>10,02</b>				<b>9,84</b>			
ROE /%!	<b>9,04</b>	<b>20,23</b>				<b>17,60</b>			

\* wyniki dotyczą tylko Spółki ZM DUDA S.A., w tym okresie nie było jeszcze Grupy Kapitałowej  
źródło: Z.M. „DUDA” S.A.

Wg. prognoz statystycznych Zakłady Mięsne powinny osiągnąć przychody w wysokości 310mln zł dopiero po dwóch kwartałach 2005 r. Zarząd zamierza osiągnąć taki wynik o dwa kwartały wcześniej tj. w całym 2004 roku.

Nakłady inwestycyjne w Grupie Kapitałowej nie zmienią i będą wynosiły w 2004 roku 17 mln zł. Wydatki będą skoncentrowane na przejęciach i działaniach konsolidacyjnych tylko rentownych firm. Należy więc oczekiwać znacznie krótszego okresu zwrotu z inwestycji, rezultaty powinny być widoczne bardzo szybko.

Jak wynika z prognozy, budowa Grupy Kapitałowej zwiększy wynik netto w 2004 roku o ponad 8,5mln zł. W grupie kapitałowej największy progres przychodów i zysków nastąpi w Spółce Jasan Nowy (poprawa wyników o kilkaset procent względem 2003 roku).

## 1.4. Strategia rozwoju

Głównym założeniem strategii Z.M. „DUDA” S.A. jest dążenie do osiągnięcia liczącej się pozycji jako producenta i dystrybutora mięsa w kraju, a także eksportera na rynki krajów Europy wschodniej i zachodniej. Spółka dąży do uzyskania 10% udziału w produkcji krajowej w sektorze mięsnym. Priorytetowe cele strategiczne koncentrują się na następujących obszarach:

### 1. Osiągnięcie statusu wysokokwalifikowanego zakładu na skalę europejską

Z.M. „DUDA” S.A. stawia sobie za cel uzyskanie certyfikatów ISO 14001 i ISO 9001:2000. Osiągnięcie do końca tego roku międzynarodowych norm jakościowych, pozwoli Spółce stanąć w szeregu nielicznych krajowych zakładów mięsnych mogących bez kompleksów konkurować na rynku unijnym z zagranicznymi podmiotami. A tym samym czynić starania o pozyskanie odbiorców wśród krajów zachodniej Europy.

### 2. Ekspansja terytorialna Spółki – rozbudowa Grupy Kapitałowej

Głównym celem i założeniem ekspansji terytorialnej Spółki na pozostały poza Wielkopolską obszar kraju jest produkcja rzeźniano-rozbiorowa w zakresie mięsa czerwonego, z głównym naciskiem na produkcję wieprzowiny. Zapewni to wzrost obrotów, większe wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz lepszą pozycję przetargową w negocjacjach z dostawcami i odbiorcami. Z.M. „DUDA” S.A. poszukuje podmiotów, które można byłoby pozyskać do Grupy Kapitałowej.

Realizacja tego zamierzenia strategicznego będzie odbywała się poprzez konsolidację wokół Spółki rentownych podmiotów branżowych.

Wiele z zakładów lokalnych nie posiada potencjału pozwalającego na szybkie i wysoko-kosztowe inwestycje mające na celu dostosowanie do wymogów unijnych. W związku z tym upatrują one szansy w połączeniu z silnym partnerem takim jak ZM DUDA.

ZM DUDA chcąc zachować wysoką dynamikę rozwoju oraz wzrostu obrotów, prowadzi działania mające na celu wzbogacenie oferty asortymentowej. Najkorzystniejszym, najtańszym i obciążonym najmniejszym ryzykiem dla ZM DUDA jest przyłączenie do Grupy Kapitałowej istniejącego i działającego już w branży mięsnej podmiotu.

Niszowym produktem, który ma duże szanse znalezienia nabywców w krajach Europy Zachodniej jest konina. Polskie konie rzeźne są produktem eksportowym, który wprawdzie jest atrakcyjny dla zagranicznych producentów, jednakże transport koni żywych jest obciążony wieloma negatywnymi aspektami moralnymi. W związku z tym, prognozuje się, iż koninę w postaci półproduktu będzie znacznie łatwiej eksportować. W tym segmencie ZM DUDA upatruje szanse rozwoju również poprzez dołączenie do Grupy Kapitałowej podmiotu Jasan Nowy. Pozyskanie i funkcjonowanie w Grupie podmiotów, zarówno z branży mięsa końskiego opierać się będzie na identycznych jak w przypadku dotychczasowego asortymentu kanałach dystrybucji, przez co Spółka uniknie długiego i kosztownego procesu ich tworzenia.

### 3. Wykorzystanie produktów poubojowych

Dotychczas produkty poubojowe były zbywane do podmiotów trzecich celem ich zagospodarowania. Ze względu na fakt, iż ZM DUDA nie prowadzi działalności masarskiej a tym bardziej garnażeryjnej, produkty poubojowe stanowiły niejako „odpad” poprodukcyjny głównego asortymentu. Jednakże w zakresie rozbudowy Grupy Kapitałowej Spółka rozważa możliwość pozyskania podmiotów, które przetwarzałyby produkty poubojowe ZM DUDA i innych producentów Grupy Kapitałowej na pełnowartościowe produkty garnażeryjne. Integracja pozioma z takimi podmiotami usuwa bariery rozwoju.

### 4. Rozbudowa bazy surowcowej

Podstawą prowadzenia przez ZM DUDA działalności jest stały dostęp do wysokiej jakości surowca, szczególne znaczenie ta dziedzina prowadzonej działalności nabiera przy planach dalszego rozwoju i ekspansji terytorialnej i produktowej. W związku z tym ZM DUDA poza prowadzonymi działaniami ukierunkowanymi na kontraktację zwierząt rzeźnych z hodowcami z regionu województwa wielkopolskiego, zmierza do włączenia do Grupy Kapitałowej również przedsiębiorców zajmujących się chowem i hodowlą materiału genetycznego.



#### **5. Dalsza ekspansja sprzedaży eksportowej**

Dotychczasowa sprzedaż eksportowa ZM DUDA rozwija się bardzo pomyślnie, szczególnie do krajów Europy wschodniej. Uzyskanie uprawnień eksportowych do krajów UE, certyfikatu HACCP oraz w bliskiej perspektywie również ISO 14001 i ISO 9001 pozwoli ZM DUDA na kontynuację ekspansji również na rynki krajów Europy Zachodniej, na których zamierza oferować nowe produkty. Sprzedaż eksportowa opiera się na własnym Biurze Eksportu i Spółce NetBrokers, która z powodzeniem reprezentuje ZM DUDA na południu Europy.

#### **6. Inne kierunki**

Zarząd dzięki dobremu rozpoznaniu i znajomości rynku w branży rolno-spożywczej, poszukuje stale nowych kierunków w celu dywersyfikacji ryzyka. Działania niniejsze stanowią uzupełnienie i wsparcie podstawowej działalności Spółki. Przykładem realizacji strategii w tej dziedzinie jest Euro-Duda Sp. z o.o.

## 2. Branża mięsna na GPW<sup>•</sup> w Warszawie

Poniższe zestawienie porównawcze zawiera tylko najsilniejsze spółki z sektora mięsnego notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych, pominięto spółki będące w słabej kondycji finansowej (Beefsant-otwarte postępowanie układowe, Pekpol-otwarta likwidacja, Pozemeat).

Tabela 2.1. Sektor mięsny spółki publiczne (wartości w tys. zł).

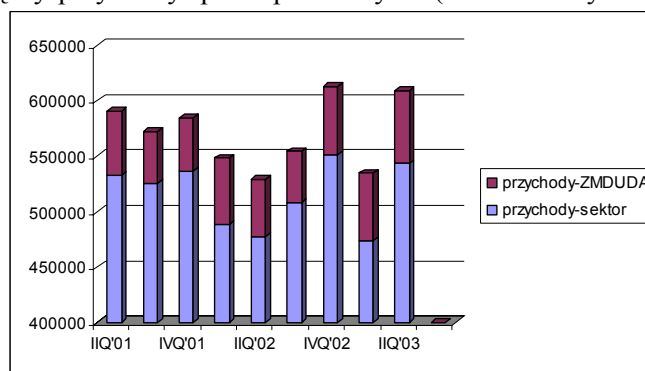
**Spółki publiczne sektora notowane w IQ'2003 na GPW – razem**  
**tys. zł. (Drosed; Ekodrob; Indykpol; Sokółów; Duda)**

Kwartał	Przychody	zysk oper.	zysk netto	EBITDA	Marża zysku br. ze sprzedaży
IIQ'01	474 473	-766	1 835	59 696	12,30%
IIIQ'01	478 391	6 760	-1 457	64 220	12,14%
IVQ'01	488 198	-16 372	-38 682	52 599	11,11%
IQ'02	428 716	-7 062	-13 362	45 234	10,33%
IIQ'02	424 798	4 068	-3 913	50 004	10,43%
IIIQ'02	462 496	11 405	3 902	55 125	11,03%
IVQ'02	489 567	7 768	7 333	78 014	12,66%
IQ'03	413 174	-5 538	-17 156	79 019	13,32%
IIQ'03	477 835	8 318	5 594	82 535	13,48%
IIIQ'03					

źródło: obliczenia własne IDMSA.PL na podstawie danych Notorii.

### Przychody

Wykres 2.2. Sektor mięsny-przychody spółek publicznych<sup>2</sup> (wartości w tys. zł).



źródło: obliczenia własne IDMSA.PL na podstawie danych Notorii.

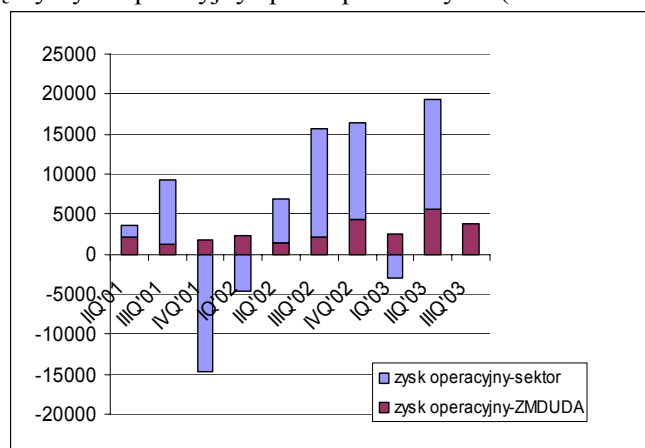
Zestawienie przychodów spółek publicznych branży mięsnej cechuje niewielka, ale jednak istotna statystycznie sezonowość kwartały „zimowe” są lepsze od „letnich”. Dla całego sektora notowanego na GPW przychody wykazują niewielką tendencję spadkową natomiast w przypadku Z.M. „DUDA” S.A. sytuacja wygląda zdecydowanie lepiej, przychody rosną, dynamika ubitych sztuk jest jeszcze większa co oznacza, że Spółka zwiększa udział w rynku.

<sup>•</sup> dane dot. sektora w rozdziale 2. obejmują tylko najlepsze spółki notowane na GPW (Drosed, Duda, Ekodrob, Indykpol, Sokółów).

<sup>2</sup> Drosed; Ekodrob; Indykpol; Sokółów; Duda

## Zysk operacyjny

Wykres 2.3. Sektor mięsny-zysk operacyjny spółek publicznych<sup>3</sup> (wartości w tys. zł).



źródło: obliczenia własne IDMSA.PL na podstawie danych Notorii.

Podobnie jak i w przypadku przychodów, zysk operacyjny DUDA SA wykazuje znacznie lepszą stabilność na tle branży. Pozytywna jest także wzrostowa tendencja wielkości zysku operacyjnego i marży zysku brutto dla ZM „DUDA” S.A.

Przedstawione powyżej dane (przychody i zysk operacyjny) dla sektora mięsnego reprezentowanego przez spółki notowane na GPW wykazują poprawę w drugim kwartale 2003 roku. Następuje więc widoczna zmiana koniunktury w branży mięsnej.

<sup>3</sup> Drosed; Ekodrob; Indykpol; Sokółów; Duda

## Analiza wskaźnikowa dla firm sektora

Należy zwrócić uwagę, iż zestawiane Spółki nie są skoncentrowane tak bardzo jak Z.M. „DUDA” S.A. na specjalizacji w dziedzinie skupu i uboju żywca. Pozostałe firmy zajmują się raczej przetwórstwem, zaopatrując się w surowiec m.in. w Dudzie. Analitycy prognozują wyższą rentowność zakładów rzeźniczych niż przetwórstwa (duże nakłady na reklamę, promocję, sieć dystrybucji i sprzedaży) po akcesji do UE.

Wg opublikowanych raportów (po dwu kwartałach 2003 roku) spółek publicznych największą poprawę wyników daje się zaobserwować w szeroko rozumianym sektorze spożywczym i wśród spółek handlowych. Oznaką poprawy jest także ilość spółek przynoszących zysk netto za ostatnie cztery kwartały. W trzecim kwartale 2002 r. jedyną zyskową Spółką w sektorze mięsnym były Z.M. „DUDA” S.A., które jako jedyny zakład z branży przez cały okres dekonjunktury odnotowywał nie tylko dodatni wynik, ale także stały i dynamiczny wzrost. W następnym kwartale warszawska Giełda notowała już dwie zyskowe firmy sektora mięsnego. Po wynikach drugiego kwartału 2003r. do grona „DUDA” i „Indykpolu” dołączył Sokołów. Drugi kwartał 2003 r. był pierwszym, kiedy przeciętna wartość ROE dla całego sektora wykazała symboliczną dodatnią wartość równą 0,3%.

Poniższe tabele (2.4 i 2.5) zawierają wybrane wskaźniki analizy finansowej Z.M. „DUDA” S.A. oraz wartości średnie (przeciętne) tych samych wskaźników dla firm Drosed, Ekodrob, Indykpol oraz Sokołów.

Wszystkie wskaźniki zyskowności Z.M. „DUDA” S.A. wykazują stabilny wzrost (ROE rośnie od 1,4% w IIQ'01, do 16,71% w IIIQ'03) i wartości dodatnie, podczas gdy konkurencyjne Spółki z sektora notowane na GPW charakteryzują się niestabilnymi zyskami i uzależnieniem od aktualnej koniunktury. Słabość polskich firm mająca charakter przejściowy może być wykorzystana przez inwestorów zagranicznych lub krajowych. Oznaki poprawy mogą przyspieszyć proces konsolidacyjny lub przejęcia w sektorze.

Tabela 2.4. Analiza finansowa Z.M. „DUDA” S.A.<sup>4</sup>

WSKAŹNIKI FINANSOWE											
WSKAŹNIKI ZYSKOWNOŚCI	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02	IVQ'02	IQ'03	IIQ'03	IIIQ'03
Marża zysku brutto	0,2%	1,4%	1,2%	1,8%	2,4%	2,4%	3,1%	3,9%	4,0%	4,8%	
Marża zysku netto	0,1%	1,0%	0,9%	1,3%	1,7%	1,7%	2,2%	2,8%	3,0%	3,5%	
Stopa zwrotu z kapitału własnego	0,9%	8,1%	7,2%	10,2%	14,2%	13,6%	16,9%	20,4%	17,6%	18,6%	16,71%
Stopa zwrotu z aktywów	0,4%	3,5%	3,2%	4,4%	5,7%	5,0%	5,9%	7,1%	7,1%	8,7%	

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notorii.

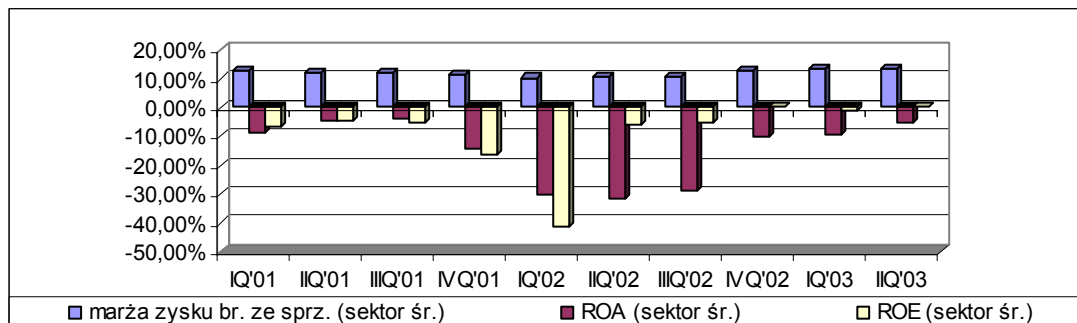
Tabela 2.5. Analiza finansowa wartości przeciętne dla spółek publicznych z branży

WSKAŹNIKI FINANSOWE											
Najlepsze spółki sektora mięsnego notowane na GPW-konkurencja ZM "DUDA" (Drosed, Ekodrob, Indykpol, Sokołów)											
WSKAŹNIKI ZYSKOWNOŚCI	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02	IVQ'02	IQ'03	IIQ'03	IIIQ'03
Marża zysku brutto	-2,13%	-1,52%	-1,36%	-2,26%	-4,06%	-4,29%	-3,96%	-1,34%	-1,12%	-0,63%	
Marża zysku netto	-2,38%	-1,57%	-1,40%	-2,30%	-4,01%	-4,31%	-3,99%	-1,43%	-1,23%	-0,67%	
Stopa zwrotu z kapitału własnego	-6,85%	-4,50%	-5,56%	-16,55%	-41,09%	-5,96%	-5,24%	0,25%	-0,89%	0,25%	
Stopa zwrotu z aktywów	-8,69%	-4,46%	-3,95%	-14,10%	-29,94%	-31,78%	-28,80%	-10,42%	-9,18%	-5,43%	

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notorii.

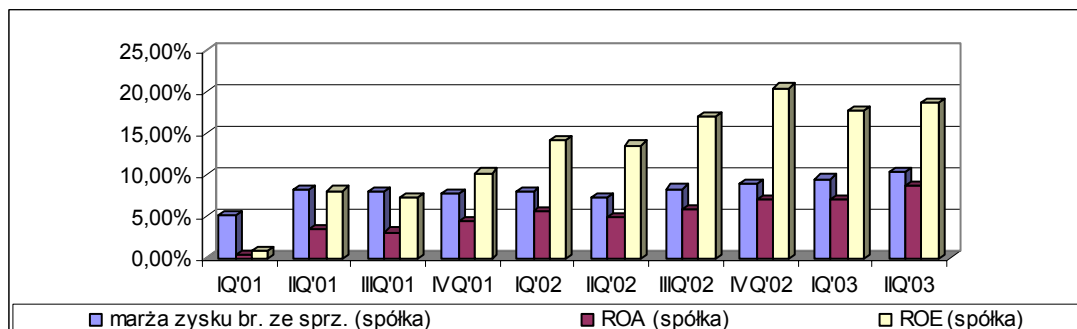
<sup>4</sup> Wskaźniki liczone dla średniej ważonej ilości akcji w poszczególnych kwartałach.

Wykres 2.6. Przeciętne wskaźniki rentowności dla czterech najlepszych spółek publicznych sektora mięsnego.



źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notorii.

Wykres 2.7. Wskaźniki rentowności ZM DUDA



źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notorii.

### 3. Zestawienie spółek z sektora mięsnego na GPW

Zestawienie porównawcze spółek jest podstawą do przeprowadzenia wyceny komparatywnej. Analiza oparta jest na raportach jednostkowych firm z branży mięsnej notowanych na GPW (od lipca 2002 z notowań na parkiecie GPW zrezygnowały Morliny i Animex)

Spółki z sektora, za wyjątkiem Z.M. „DUDA” S.A. Indykpolu i Sokołowa nie odnotowały zysku za ostatnie cztery kwartały (IIIQ'02-IIQ'03) co utrudnia wycenę porównawczą. Zestawienie dotyczy tylko spółek o najlepszej kondycji. Największe Spółki publiczne sektora mięsnego zwlekają z opublikowaniem raportów kwartalnych. Dla zachowania porównywalności, prezentowane dane dotyczą tego samego okresu od IIIQ'03 do IIQ'03. Jedynie DUDA, która szybko opublikowała swoje wyniki za IIIQ mogłaby być przykładem dla firm konkurencyjnych

Tabela 3.1. Podstawowe dane finansowe spółek publicznych (IIIQ'02-IIQ'03).

dane w tys. zł	DUDA	DROSED	EKODROB	INDYKPOL	SOKOŁÓW
	ost 4Q	Ost 4Q	ost 4Q	ost 4Q	ost 4Q
aktywa razem (na ost kwartał)	102 459	131 206	68 287	199 368	525 493
aktywa trwałe (na ost kwartał)	66 316	69 481	47 337	106 647	364 293
aktywa obrotowe (na ost kwartał)	36 143	61 725	20 950	92 721	161 200
przychody netto ze sprz.	234 127	319 148	121 735	514 314	887 875
zysk (strata) operacyjny	14 479	-4 503	1 332	14 365	10 759
zysk (strata) netto	8 245	-4 016	-2 969	3 377	3 281
kapitał własny (na ost kwartał)	56 495	62 359	-3 479	56 525	284 248
wartość księgową na jedną akcję w zł. (na ost kwartał)	17,05	33,89	-0,33	18,09	2,84
EBITDA	17 204	2 799	6 142	25 523	48 071
kapitał własny (r/r)	+102,75%	-6,07%	k.wł.<0	14,07%	1,37%
zysk netto -ost.4Q (r/r)	+130,50%	z.n.<0	z.n.<0	z.n.<0	z.n.<0
zysk operacyjny -ost.4Q (r/r)	+115,69%	z.n.<0	z.n.<0	221,80%	z.n.<0
przychody-ost.4Q (r/r)	+12,71%	-6,28%	-9,74%	2,75%	5,31%
Zatrudnienie	382	1 074	545	1 648	4 420
liczba akcji w tys. szt.	3 314,2	1 840,0	10 600,0	3 124,5	100 194,1
wartość rynkowa na 2003-11-07	144 831	62 560	9 434	62 802	327 635
EPS w zł.	2,49	z.n.<0	z.n.<0	1,08	0,03
P/E	14,39	z.n.<0	z.n.<0	18,6	99,9
P/BV	2,4	1,0	W.K.<0	1,1	1,2
przychody na 1-go zatrudnionego	613	297	223	312	201
zysk operacyjny na 1-go zatrudnionego	38	z.n.<0	2	9	2
zysk netto na 1-go zatrudnionego	22	z.n.<0	z.n.<0	2	1
Rentowność operacyjna	6,18%	-1,41%	1,09%	2,79%	1,21%
ROE	18,59%	-6,44%	-	5,97%	1,15%
cena rynkowa na dzień 2003-11-07	<b>43,70 zł</b>	<b>34,00 zł</b>	<b>0,89 zł</b>	<b>20,10 zł</b>	<b>3,27 zł</b>

źródło:IDMSA.PL

Jak widać Z.M. „DUDA” S.A. jest jedną z niewielu firm sektora mięsnego, w której wzrosły przychody w ostatnim roku. Zysk netto w ostatnich czterech kwartałach w tej spółce był o 130% wyższy niż przed rokiem (wysoka dynamika zysku dla Indykpolu jest związana wyłącznie z niską bazą sprzed roku). Z.M. DUDA S.A. ma trzykrotnie większą sprzedaż na jednego zatrudnionego niż średnia dla czterech najlepszych spółek giełdowych z branży. Zatrudnienie w 2001 r wzrosło r/r o 18%. Powyższe dane świadczą o wysokiej, ponadprzeciętnej wydajności pracowników i wysokiej efektywności aktywów. O bardzo wysokiej efektywności może świadczyć również stopa zwrotu z kapitału ROE na poziomie 18,6% w drugim kwartale 2003.

Kapitał własny w spółce wzrósł ponad dwukrotnie względem poprzednich czterech kwartałów.

Jak widać z zestawienia piąta pod względem wielkości aktywów „DUDA” generuje najwyższy zysk operacyjny i zysk netto, spółka ma także najlepsze wskaźniki rentowności.

Osiągane wyniki są rezultatem aktywnego zarządzania firmą i podejmowania trafnych decyzji przez Zarząd. Bierność konkurencji i tylko pasywne reagowanie na zachowanie się rynku skutkuje w pozostałych firmach mizernymi wynikami.

#### **4. Analiza wskaźnikowa Z.M. „DUDA” S.A. oraz wybranych pozycji raportów finansowych.**

Poza omówionymi już wcześniej wskaźnikami rentowności Spółka wykazuje korzystne relacje między rotacją należności a rotacją zobowiązań (rotacja zobowiązań jest dłuższa). Świadczy to o przewadze konkurencyjnej wg. pięcioczynnikowego modelu Portera. Wskaźniki płynności dla Spółki są tylko nieznacznie wyższe (tzn. lepsze) niż przeciętnie dla sektora.

Niepokojącym może być tylko fakt, iż względne koszty odniesione do wielkości przychodów nie spadają odpowiednio dynamicznie ze wzrostem przychodów (nie występuje wyraźny „efekt skali”). Możliwe są dwa wytłumaczenia. Po pierwsze niski udział kosztów stałych w kosztach ogółem (i tym samym wysoki udział kosztów zmiennych), po drugie Spółka walcząc o rynek i zwiększając przychody zawiera kontrakty z sieciami handlowymi, które mogą mieć wyższą pozycję przetargową niż pozostali odbiorcy produktów. Zwiększenie udziału w rynku (m.in. poprzez budowę Grupy Kapitałowej) oraz dywersyfikacja rynków sprzedaży (NetBrokers) wzmocni pozycje Spółki w negocjacjach z kontrahentami.

Za Notorią prezentuję wskaźniki finansowe Spółki.



Tabela 4.1. Analiza wskaźnikowa<sup>5</sup>

## Analiza wskaźnikowa -DUDA

WSKAŹNIKI ZYSKOWNOŚCI	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02	IVQ'02	IQ'03	IIQ'03
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,17%	8,29%	8,00%	7,68%	7,92%	7,31%	8,36%	8,85%	9,56%	10,30%
Marża zysku operacyjnego	1,80%	2,96%	2,86%	3,04%	3,53%	3,23%	3,66%	4,63%	4,67%	6,18%
Marża zysku brutto	0,20%	1,37%	1,25%	1,80%	2,38%	2,39%	3,12%	3,86%	4,00%	4,77%
Marża zysku netto	0,13%	0,98%	0,90%	1,29%	1,70%	1,72%	2,25%	2,80%	2,97%	3,52%
Stopa zwrotu z kapitału własnego	0,91%	8,12%	7,25%	10,25%	14,24%	13,58%	16,90%	20,44%	17,64%	18,60%
Stopa zwrotu z aktywów	0,40%	3,50%	3,16%	4,39%	5,70%	4,99%	5,87%	7,11%	7,13%	8,66%
WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI	2001-03-31	2001-06-30	2001-09-30	2001-12-31	2002-03-31	2002-06-30	2002-09-30	2002-12-31	2003-03-31	2003-06-30
Kapitał pracujący	4 646	4 524	3 659	-513	-230	-1 172	553	-1 813	11 821	5 381
Wskaźnik płynności bieżącej	1,21	1,17	1,15	0,99	1,00	0,98	1,03	0,98	1,42	1,17
Wskaźnik płynności szybkiej	0,98	0,98	0,92	0,85	0,87	0,72	0,90	0,86	1,27	1,04
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,04	0,02	0,12	0,08	0,05	0,06	0,10	0,03	0,37	0,11
WSKAŹNIKI AKTYWNOŚCI	IQ'01	IIQ'01	IIIQ'01	IVQ'01	IQ'02	IIQ'02	IIIQ'02	IVQ'02	IQ'03	IIQ'03
Rotacja należności	45,9	41,5	40,0	41,8	43,2	46,8	51,3	51,5	48,4	44,7
Rotacja zapasów	11,1	9,1	9,7	9,3	8,6	11,8	11,5	11,1	10,7	7,1
Cykl operacyjny	57,0	50,6	49,7	51,1	51,8	58,6	62,8	62,6	59,1	51,8
Rotacja zobowiązań	49,2	44,0	45,0	48,9	52,4	62,6	68,3	67,4	62,7	53,2
Cykl konwersji gotówki	7,8	6,6	4,7	2,2	-0,6	-4,0	-5,5	-4,8	-3,6	-1,4
Rotacja aktywów obrotowych	59,4	52,3	52,9	54,7	55,6	63,5	68,1	67,1	67,6	60,2
Rotacja aktywów	117,4	100,3	102,1	105,9	107,1	124,3	138,0	141,8	150,0	146,3
WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA	2001-03-31	2001-06-30	2001-09-30	2001-12-31	2002-03-31	2002-06-30	2002-09-30	2002-12-31	2003-03-31	2003-06-30
Wskaźnik pokrycia majątku	88,9%	91,3%	91,1%	83,8%	71,2%	62,6%	62,0%	68,8%	95,8%	85,2%
Stopa zadłużenia	56,1%	57,6%	55,4%	59,1%	65,6%	69,0%	65,7%	60,8%	44,9%	44,9%
Wskaźnik dźwigni finansowej	227,7%	235,8%	224,4%	244,6%	291,0%	322,5%	291,2%	255,4%	181,6%	181,4%
Dług/EBITDA	102,6	16,6	7,6	4,3	4,0	5,3	5,5	4,7	4,5	3,0

źródło: IDMSA.PL za Notoria Service.

<sup>5</sup> Analiza wskaźnikowa policzona dla średniej ważonej liczby akcji w ostatnich czterech kwartałach.

## 5. Analiza SWOT

### Mocne strony Spółki

- Uprawnienia eksportowe do krajów UE, certyfikat jakości HACCP i ISO;
- Przystosowanie zakładów Spółki do wymogów obowiązujących w Unii Europejskiej;
- Doświadczenie i wysokie kwalifikacje branżowe kadry menedżerskiej i załogi produkcyjnej;
- Wysoka jakość oferowanych produktów Spółki;
- Bardzo wysoka efektywność pracy;
- Dbłość o wizerunek firmy, relacje inwestorskie i akcjonariuszy mniejszościowych;
- Konkurencyjność cenowa;
- Lokalizacja zakładów mięsnych;
- Usprawnienie procesów dystrybucyjnych poprzez wprowadzenie elektronicznego systemu zamówień i realizacji dostaw;
- Zawarcie długoterminowych umów z dużymi kontrahentami;
- Łatwość dostosowywania oferty asortymentowej do potrzeb i wymagań odbiorców;
- Zdolność do kompleksowego przerobu surowców rzeźnych;
- Działania proekologiczne minimalizujące wpływ na środowisko naturalne;

### Słabe strony Spółki

- Częściowe uzależnienie od współpracy z dużymi partnerami handlowymi;
- Uzależnienie od wahań na rynku żywca wieprzowego.

### Szanse

- Możliwość uczestniczenia jako znaczący na rynku podmiot w konsolidacji branży;
- Możliwość wykorzystania wspólnotowych funduszy przedakcesyjnych i sektorowych w 2004r;
- 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;
- Poszukiwanie nowych źródeł odbiorców, m.in. sieci handlowe których znaczenie na rynku znacząco wzrasta;
- Rozpoczęcie nowego czteroletniego cyklu koniunkturalnego w sektorze mięsnym;
- Eliminacja znacznej części konkurencji po wstąpieniu do UE.

### Zagrożenia

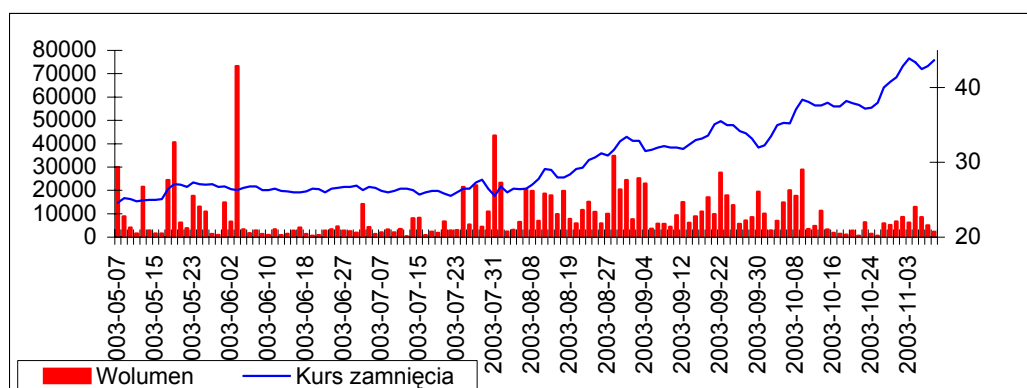
- Możliwość napływu wysokich jakościowo produktów z krajów UE;
- Skokowe zmiany cen żywca;
- Występowanie ogólnoswiatowych zagrożeń zdrowotnych wśród zwierząt hodowlanych (choroba wściekłych krów);
- Zmiany w preferencjach konsumpcyjnych społeczeństwa m.in. poprzez wzrost spożycia drobiu i wyrobów drobiowych czy coraz popularniejszy model konsumenta jarosza;
- Spadek rentowności w związku z trudnościami w sprzedaży w zwiększonej ilości mniej wartościowych części poubojowych;
- Brak dłuższego doświadczenia w zarządzaniu grupą;
- Przewaga unijnych producentów mających doświadczenie w dziedzinie ubiegania się o subwencje eksportowe do krajów trzecich.

## 6. Szacunkowe wyceny Z.M. „DUDA” S.A.

### Wycena rynkowa na GPW.

Wykres 6.1. Notowania Z.M. „DUDA” S.A. na GPW.

DUD					
Kurs od:	2003-05-07	do:	2003-11-07	<input type="checkbox"/>	PDA
max kurs w wybranym zakresie:	43,90 zł				
max wolumen w wybranym zakresie:	73 230				
min wolumen w wybranym zakresie:	383				
sumaryczny wolumen w okresie (szt):	1 250 233				
sumaryczny obrót w okresie:	75 960 587,60 zł				
średni wolumen na sesję:	9543,8				



źródło: IDMSA.PL.

Notowania walorów pomimo krótkiej obecności na Gieldzie charakteryzują się wysoką płynnością. Spośród wszystkich spółek sektora mięsnego z rynku publicznego Duda od dłuższego czasu ma największy przeciętny obrót na jedną sesję, pomimo nienajwiększej kapitalizacji, świadczy to o dużym zainteresowaniu Spółką oraz zwiększa bezpieczeństwo inwestycji.

Kurs giełdowy Spółki po półrocznym okresie stabilizacji rozpoczął marsz do góry i wzrósł o 78% (od 7 maja do 7 listopada). W mojej ocenie taką aprecjację można uważać za uzasadnioną fundamentalnie. Kapitał własny na jedną akcję wzrósł w tym samym okresie z 14,40 do 18,20zł a więc o 26%. Przy planowanej emisji jednego miliona akcji dla inwestorów finansowych w cenie 52 zł (cena emisyjna akcji nie jest jeszcze znana) i w wyniku realizacji prognozowanych zysków wartość księgowa wzrośnie w 2003 roku do 123 mln zł z obecnych 55 mln zł. Polski rynek akcji jest średnio efektywny, inwestorzy podchodzą z nieufnością do prezentowanych wyników netto, gdyby rynek dyskontował przyszłość walory Spółki mogłyby być wyceniane na poziomie nawet trzycyfrowym. Spółka charakteryzuje się efektywnością zatrudnianych pracowników na identycznych poziomach jak spółki tego samego sektora w Europie Zachodniej, ale wskaźniki P/BV i P/E są raczej z rynku środkowoeuropejskiego. Rynek Polski obawia się spółek rodzinnych, podczas gdy na zachodzie docenia się długoletnie tradycje i silny nadzór właścicielski (przykład Hewlett Packard czy Wal Mart). Z.M. „DUDA” S.A. posiadając duży udział w rynku nie są znaną marką (sektor w którym działa firma nie wymaga nakładów na promocję i reklamę, gdyż Spółka nie prowadzi sprzedaży detalicznej). Planowany za dwa lata udział w rynku na poziomie 10% można porównać z udziałem znanej marki „Wedel”, której budowanie trwało wiele długich lat i kosztowało miliony a za sam znak firmowy zapłacono 2 mln USD (sektor mięsny jest większy niż cukierniczy i angażuje 10%wydatków ludności).

Należy pamiętać, iż wartość księgowa na jedną akcję znacząco wzrośnie po emisji, może to być zachętą dla inwestorów indywidualnych, którzy nie będą mieli możliwości nabyć akcji serii C. Emisja akcji serii C jest tak naprawdę jedynie kontynuacją wcześniejszej, która planowana była na od 1 do 2 mln sztuk akcji. Czas w którym Spółka zdecydowała się wejść na giełdę nie sprzyjał debiutom na parkiecie giełdy, ponieważ panowała wtedy na rynku dekonjunktura. Akcje serii B były

sprzedawane z dużym dyskontem dla inwestorów. Obietnice Zarządu dotyczące dynamicznego wzrostu spełniają się a inwestorzy mają szansę poprawić efektywność rynku.

## **Wycena Spółki metodą DCF**

Zasadniczą metodą wyceny akcji Spółki powinna być metoda oparta na zdyskontowanych przepływach finansowych. Dla obliczenia wartości spółki oraz wartości jednej akcji metodą DCF przyjęto ostrożne założenia i tak:

- Obliczenia na podstawie raportów jednostkowych i przy założeniu stałej liczby akcji (bez emisji);
- Stopa wolna od ryzyka 8% (oprocentowanie 12 miesięcznych depozytów złotówkowych w bankach komercyjnych dla przedsiębiorstw);
- Stopa dyskontowa 10%;
- Stała wartość stopy dyskontowej za cały okres;
- Okres objęty prognozą - 7 lat;
- Przyjęto stałą stopę wzrostu zysku operacyjnego, zysku netto i cash flow szacowaną metodami statystycznymi przy założeniu 8% rocznego wzrostu przychodów, dla lat 2003 i 2004 przyjęto prognozy Spółki (dotychczasowe prognozy były zawsze realizowane z nadwyżką).

Celowość realizowanej strategii polegającej na budowie Grupy Kapitałowej wykażę na dwóch szacunkowych wycenach DCF. Najpierw oszacuję wartość firmy na podstawie raportów jednostkowych (bez Grupy) zakładając aktualną ilość akcji. Drugą wycenę wykonam zakładając emisję jednego miliona akcji, której celem jest utworzenie Grupy Kapitałowej. Tym razem rozważać będę wyniki skonsolidowane. Przez okres pierwszych dwóch lat podpieierać się będę prognozami Spółki, są one zbieżne z wartościami uzyskanymi metodą statystyczną. Ponieważ istnieje ryzyko, że po dwóch latach Spółka może już nie rozwijać się tak szybko, więc przyjmuję ostrożnie, iż przychody będą rosły r/r tylko o 8%. Wynik netto obliczony jest na podstawie oszacowanych kosztów stałych i zmiennych. Oczywiście Grupa Kapitałowa będzie wymagała większych nakładów inwestycyjnych niż nowoczesny zakład w Grąbkowie. Pozostałe założenia i metodologia są identyczne w obu przypadkach aby zapewnić porównywalność wyników.

Tabela 6.2. Prognoza przepływów finansowych i wycena metodą DCF (bez emisji)

	koszt kapitału (WACC)		<b>9,0%</b>					
	stopa dyskontowa dla FCF:		<b>10,0%</b>					
	efektywna stopa podatkowa:		<b>19,0%</b>			dotychczas:		20,20%
<b>Prognoza wolnych przepływów pien. w najbliższych latach</b>								
<b>rok prognozy (t)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
1. Przychody ze sprzedaży	265 000	309 055	333 779	360 482	389 320	420 466	454 103	490 431
2. Koszty działalności operacyjnej	238 740	276 710	312 290	336 225	362 075	389 993	420 145	452 709
<b>3. Zysk (starta) na sprzedaży (1-2)</b>	<b>26 260</b>	<b>32 345</b>	<b>21 489</b>	<b>24 257</b>	<b>27 245</b>	<b>30 472</b>	<b>33 958</b>	<b>37 723</b>
4. Skorygowany podatek od zysku na sprzedaży	5 305	6 146	4 083	4 609	5 177	5 790	6 452	7 167
5. Amortyzacja	2 725	764	769	771	813	880	972	1 001
<b>6. Strumień pieniężny brutto (3-4+5)</b>	<b>23 680</b>	<b>26 964</b>	<b>18 176</b>	<b>20 419</b>	<b>22 881</b>	<b>25 562</b>	<b>28 478</b>	<b>31 556</b>
9. Inwestycje brutto (7+8)	28 254	10 000	9 000	8 000	7 000	7 000	7 000	7 000
<b>10. Wolny operacyjny strumień pieniężny (6-9)</b>	<b>-4 574</b>	<b>16 964</b>	<b>9 176</b>	<b>12 419</b>	<b>15 881</b>	<b>18 562</b>	<b>21 478</b>	<b>24 556</b>
<b>11. Przepływy pieniężne netto z działań finans (wolny strumień nieoperacyjny)</b>	<b>7 000</b>							
<b>12. Wolny strumień pieniężny /FCF/ (10+11)</b>	<b>2 426</b>	<b>16 964</b>	<b>9 176</b>	<b>12 419</b>	<b>15 881</b>	<b>18 562</b>	<b>21 478</b>	<b>24 556</b>
FCF(t)	2 426	15 422	7 583	9 330	10 847	11 526	12 124	12 601
DFCF	81 859							
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	111 475							
Wartość rynkowa aktywów nieoperacyjnych krótkoterm.								
Wartość rynkowa długu (ostQ)	948							
<b>WARTOŚĆ NETTO PRZEDSIĘBIORSTWA</b>	<b>194 282</b>							
wartość jednej akcji=	<b>58,62 zł</b>							

**Teoretyczna cena jednej akcji na podstawie raportów jednostkowych wynosi 58,62zł.**

Trzeba jednak zwrócić uwagę na fakt, iż powyższa wycena nie uwzględnia majątku posiadanego w formie udziału w spółkach zależnych, jak również inwestycji ponoszonych w przyszłości w spółki zależne.

Można także oszacować wartość przedsiębiorstwa dla poprzednich założeń uwzględniając tym razem większą liczbę akcji (nowej emisji) i wyniki skonsolidowane. Nowa emisja ma służyć zwiększeniu udziału w rynku i rozbudowie Grupy Kapitałowej. Uwzględnimy więc prognozy Zarządu dla całej Grupy Kapitałowej (konsolidacja sprawozdań metodą pełną).

Tabela 6.3. prognoza przepływów finansowych i wycena metodą DCF (po emisji)

	koszt kapitału (WACC) <b>9,0%</b>							
	stopa dyskontowa dla FCF: <b>10,0%</b>							
	efektywna stopa podatkowa: <b>19,0%</b>							
<b>Prognoza wolnych przepływów pien. w najbliższych latach</b>								
<b>rok prognozy (t)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
1. Przychody ze sprzedaży	317 000	438 309	473 374	511 244	552 143	596 315	644 020	695 541
2. Koszty działalności operacyjnej	288 700	386 846	437 419	471 364	508 025	547 620	590 381	636 564
<b>3. Zysk (starta) na sprzedaży (1-2)</b>	<b>28 300</b>	<b>51 463</b>	<b>35 955</b>	<b>39 879</b>	<b>44 118</b>	<b>48 695</b>	<b>53 639</b>	<b>58 978</b>
4. Skorygowany podatek od zysku na sprzedaży	5 717	9 778	6 831	7 577	8 382	9 252	10 191	11 206
5. Amortyzacja	2 725	764	769	771	813	880	972	1 001
<b>6. Strumień pieniężny brutto (3-4+5)</b>	<b>25 308</b>	<b>42 449</b>	<b>29 893</b>	<b>33 073</b>	<b>36 548</b>	<b>40 323</b>	<b>44 419</b>	<b>48 773</b>
9. Inwestycje brutto (7+8)	10 000	17 100	16 500	15 500	14 300	12 000	7 000	7 000
<b>10. Wolny operacyjny strumień pieniężny (6-9)</b>	<b>15 308</b>	<b>25 349</b>	<b>13 393</b>	<b>17 573</b>	<b>22 248</b>	<b>28 323</b>	<b>37 419</b>	<b>41 773</b>
<b>11. Przepływy pieniężne netto z działaln finans (wolny strumień nieoperacyjny)</b>	<b>7 000</b>							
<b>12. Wolny strumień pieniężny /FCF/ (10+11)</b>	<b>22 308</b>	<b>25 349</b>	<b>13 393</b>	<b>17 573</b>	<b>22 248</b>	<b>28 323</b>	<b>37 419</b>	<b>41 773</b>
FCF(t)	22 308	23 045	11 069	13 203	15 196	17 586	21 122	21 436
DFCF	144 965							
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	169 347							
Wartość rynkowa aktywów nieoperacyjnych krótkoterm.								
Wartość rynkowa długu (ostQ)	948							
<b>WARTOŚĆ NETTO PRZEDSIĘBIORSTWA</b>	<b>315 260</b>							
wartość jednej akcji=	<b>73,07 zł</b>							

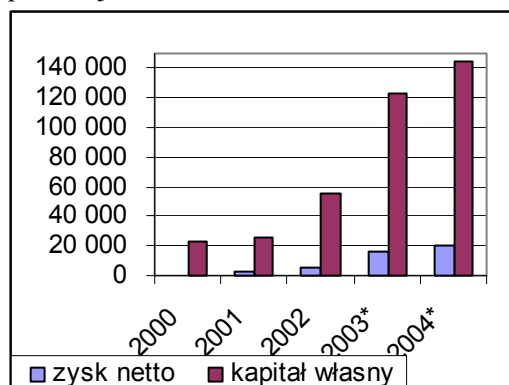
**Teoretyczna cena jednego waloru wynosić będzie 73,07zł.**

Działania konsolidacyjne i emisja spowodowały wzrost wartości jednej akcji o 24,7%. Grupa Kapitałowa będzie wpływała pozytywnie na zysk DUDY ponieważ zwiększy możliwości eksportowe, rozszerzy asortyment, zmniejszy pozycję przetargową dostawców i odbiorców, zapewni wysoką jakość surowca i stałość dostaw oraz uniezależni osiągany wynik od wahań podaży na rynku surowca. Korzystnym efektem powinno być też ograniczenie barier rozwojowych, wystąpienie efektu skali i synergii. Należy pamiętać także o wzroście udziału w rynku. W ostatnich latach doszło do wielu zmian własnościowych wśród dużych podmiotów sektora mięsnego, ponieważ tak naprawdę największym aktywem firmy są jej klienci a nie wynik netto.

Ze względu na specjalizację, wysokie bariery wejścia do sektora (z powodu nakładów inwestycyjnych i koniecznych dostosowań do regulacji UE), podejmowane działania konsolidacyjne i płynność akcji, należałoby przyznać Spółce niewygórowaną premię w wysokości 15%. Kierując się jednak zasadą ostrożności przyjmujemy uzyskane wyniki jako ostateczne. Spółka dysponuje dużym doświadczeniem w zakresie modernizacji zakładu, środki pozyskane z drugiej emisji akcji powinny zwrócić się szybko ponieważ Z.M. „DUDA” S.A. inwestują w działające już na rynku rentowne podmioty, zapewniając im know-how.

Jak wynika z założeń dotyczących wielkości emisji wartość firmy rośnie znacząco także na skutek realizacji planów inwestycyjnych, poniższy wykres obrazuje dynamikę prognozowanego wzrostu kapitału własnego.

Wykres 6.5. Kapitały własne po emisji.



\*prognoza

Jak wynika z analizy wycena rynkowa firmy jest bardzo ostrożna, uwzględnia raczej negatywne doświadczenia inwestorów z spółkami rodzinnymi, inwestorzy mają także awersję do walorów które już silnie wzrosły. Rynek pomija natomiast sprzyjające dla firmy okoliczności: stabilny, dynamiczny rozwój Spółki i jej dotychczasowe dokonania, respektowanie interesów akcjonariuszy mniejszościowych czy wysoką płynność jej akcji.

Porównanie wskaźników wycen rynkowych (tabela 6.6.) – P/E i P/BV może sugerować, że Spółka jest wyceniana zbyt wysoko przez rynek. Jestem przekonany, że wskaźnik P/BV = 2,6 nie jest wygórowany dla spółki, której ROE wynosi 18,6%. Tym bardziej taki wskaźnik nie jest zawyżony jeżeli uwzględni się wzrost wartości księgowej r/r o ponad 100%. Tym bardziej taki wskaźnik nie jest wygórowany jeżeli założymy cenę rynkową 52 zł i zaksięgowanie emisji jednego miliona akcji w cenie około<sup>6</sup> 52zł.

Prognozowane wskaźniki wyceny rynkowej na koniec 2003 roku wynoszą odpowiednio P/E = 10,0 i P/BV = 1,4 dla ceny rynkowej 52 zł i emisji 1mln akcji w tej samej cenie. Wskaźniki te obniżą się więc wyraźnie względem aktualnych wartości i staną się bardzo atrakcyjne, wręcz okazjnie niskie dla tak dynamicznej Spółki.

Tabela 6.6. Prognozowane wskaźniki wyceny rynkowej dla ceny 52 zł, Grupa Kapitałowa

P=52zł	2003*	2004*
P/BV	1,4	1,2
P/E	10,0	7,3

\*prognoza

Dynamicznie rozwijające się spółki, notują zwykle wskaźniki P/E na poziomie nie mniejszym niż 20-30. Na przykład: LPP – 25, Kęty - 36,7 Świecie – 21,7. ZM DUDA S.A. z pewnością można zaliczyć do grona takich spółek – dynamicznie rozwijających się i notujących systematycznie dobre wyniki finansowe. Porównując się zatem do tych spółek, wydaje się uzasadnione mówienie o docelowej cenie w roku 2004 na poziomie trzycyfrowym.

Remigiusz Sopol  
Internetowy Dom Maklerski IDMSA.PL

*\*Przy sporządzaniu niniejszego materiału sporządzający oraz Dom Maklerski kierowali się zasadą obiektywizmu i metodologicznej poprawności analizy oraz wyceny. Jednak IDMSA.PL nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższego tekstu. IDMSA.PL informuje, iż pełni funkcję oferującego papiery wartościowe Spółki w publicznym obrocie*

<sup>6</sup> Cena emisyjna nie jest jeszcze znana.