

Sektor mięsny

9 września 2004

Tłuste lata już w cenach

Rozpoczynamy analizowanie Sokołowa z rekomendacją Sprzedaj (cena docelowa 6,0 zł). Duda (cena docelowa 119 zł) i Indykpol (cena docelowa 91 zł) otrzymały rekomendacje Trzymaj.

Wejście Polski do Unii Europejskiej daje krajowym spółkom z branży mięsnej możliwości szybszego rozwoju poprzez wzrost eksportu oraz dostęp do unijnych środków pomocowych. Szacujemy, że pomiędzy 2003 i 2006 zagregowane przychody i zyski Sokołowa, Dudy i Indykpolu będą rosły średniorocznie o, odpowiednio, 20% i 37%. Uważamy jednak, iż ceny akcji w pełni już dyskontują oczekiwany wzrost zysków. Rozpoczynamy analizowanie Sokołowa z rekomendacją Sprzedaj (cena docelowa 6,0 zł) oraz Dudy (CD: 119 zł) i Indykpolu (CD: 91 zł) z rekomendacją Trzymaj.

Otwarcie rynku europejskiego dla polskich spółek branży mięsnej daje im możliwość szybszego rozwoju poprzez eksport oraz dostęp do pomocowych funduszy unijnych. Szacujemy, że przychody i EPS Sokołowa, Dudy i Indykpolu pomiędzy 2003 i 2006 będą rosły średniorocznie odpowiednio o 16,5%, 45,7% i 8,3% oraz 32,1%, 42,8% i 24,0%.

Pierwsze miesiące akcesji zaowocowały gwałtownym wzrostem cen surowców (mięsa), za którym nie nadążyły ceny wyrobów przetworzonych, co negatywnie wpłynęło na marże w 2kw.04: marża operacyjna Indykpolu spadła do 3,9% w 2kw.04 z 4,1% w 2kw.03 a Sokołowa do 2,1% z 3,5%. W średnim okresie oczekujemy odwrócenia tej tendencji i poprawy marż w spółkach zajmujących się przetwórstwem mięsa (Indykpol, Sokołów).

Uważamy, że bieżące ceny rynkowe spółek mięsnych w pełni dyskontują oczekiwania wzrostu zysków po wejściu Polski do UE. Prognozowany średni wskaźnik P/E na rok 2004 i 2005 dla polskich spółek mięsnych wynosi odpowiednio 19,6x i 16,3x wobec średniej dla spółek zagranicznych wynoszącej 12,9x i 11,7x.

Zalecamy Sprzedaż akcji Sokołowa wyznaczając cenę docelową w wysokości 6,0 zł. Uważamy, iż obecna cena giełdowa spółki, implikująca wskaźnik P/E na rok 2005 17,8x, tj. 14,3% powyżej średniej w branży w Polsce znacznie przeszacowuje możliwości wzrostu zysku spółki.

Rozpoczynamy analizowanie Dudy z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową 119 zł na akcję na koniec 2004. Szacujemy, że wejście spółki w działalność handlową poprzez przejęcie Maktonu i Eurosmaku pozwoli zanotować wzrost EPS w 2005 roku o 65,3%. Uważamy jednak, iż wzrost ten nie uzasadnia wyceny powyżej obecnej ceny rynkowej spółki. Spółka jest w trakcie przygotowywania programu motywacyjnego dla pracowników w formie 300 tys. akcji (7,0% obecnego kapitału). Uchwalenie programu motywacyjnego w tej wielkości obniżyłoby naszą cenę docelową na akcje do 112 zł.

Wydajemy rekomendację Trzymaj na akcje Indykpolu z ceną docelową 91 zł. Oczekujemy poprawy wyników spółki w 2 poł. 2004, oraz dalszego wzrostu zysków w latach 2005-06 odpowiednio o 10,4% i 28,2%, czego głównym motorem będzie większa sprzedaż produktów przetworzonych.

Sektor mięsny: Podstawowe dane i wskaźniki

W złotych, o ile nie podano inaczej

Spółka	Symbol	Cena*	Cena docelowa**	Potencjał wzrostu	Rekomendacja	P/E (x)			
						2003	2004P	2005P	2006P
Sokołów	SKW PW	6,70	6,0	-10,0%	Sprzedaj	35,1	17,8	17,8	15,2
Duda	DUD PW	117,00	119***	1,9%	Trzymaj	38,7	22,4	14,2	12,5
Indykpol	IND PW	90,50	91	0,3%	Trzymaj	25,1	18,6	16,9	13,2

Źródło: Dane spółek, szacunki DM BZ WBK

* W niniejszym raporcie używamy cen z zamknięcia 7 września 2004. ** Cena docelowa na koniec 2004 ***Cena docelowa dla Dudy w oparciu o liczbę akcji 4,77 mln szt., tj. po emisji związanej z przejęciem Maktonu i Eurosmaku.

Dział analiz

Łukasz Wachelko

+48 22 586 81 59; lukasz.wachelko@bzwbk.pl

Tomasz Krukowski, CFA

+48 22 586 81 93; tomasz.krukowski@bzwbk.pl

Podsumowanie inwestycyjne

3,5x wzrost zagregowanych zysków w 2003

W 2003 roku polskie spółki z branży mięsnej przerwały okres stagnacji, wywołany kryzysem rosyjskim, notując duże wzrosty zarówno na poziomie przychodów (zagregowany wzrost 19%), jak i zysków netto (zagregowany wzrost 346%).

Szanse dalszego rozwoju na Wspólnym Rynku wspierane funduszami pomocowymi

Wejście Polski do Unii Europejskiej daje krajowym producentom mięsa i jego przetworów większe możliwości rozwoju na Wspólnym Rynku i wsparcie w postaci środków pomocowych. Szacujemy, że pomiędzy 2003 i 2006 zagregowane przychody i zyski Sokołowa, Dudy i Indykpolu będą rosły średniorocznie o, odpowiednio, 20,4% i 36,6%.

Ceny przetworów nie nadążyły za podwyżkami cen żywca w 1 poł. 2004...

W pierwszej połowie 2004 akcesja do UE zaowocowała jednak gwałtownym wzrostem cen żywca (czerwiec/styczeń: wieprzowina +50%, wołowina +95%, indyki 11%), za którym nie nadążyły ceny wyrobów przetworzonych (np.: szynka +27%, kielbasa +12%, szynka z indyka +2%, kielbasa z indyka -3,9%), a w rezultacie marże na sprzedaży spółek przerabiających mięso uległy pogorszeniu.

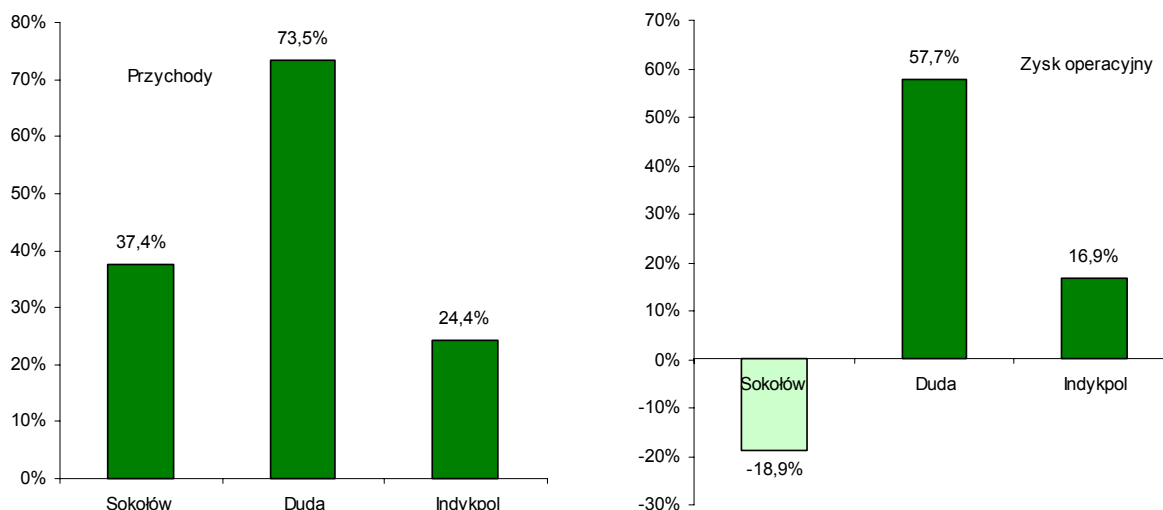
...przed czym obroniła się tylko Duda...

Bardzo optymistyczne oczekiwania rynku dotyczące wzrostu wyników finansowych po 1 maja znalazły częściowe potwierdzenie jedynie w przypadku Dudy. Spółka z Grąbkowa, dzięki profilowi działalności koncentrującemu się na pośrednictwie pomiędzy rynkiem żywca a przetwórcami i hurtownikami mięsa zanotowała 73,5% wzrost przychodów i 57,7% wzrost zysku operacyjnego (r/r).

...a przetwórcy odnotowali spadki marż

Wyniki przetwórców były znacznie słabsze. Indykpol odnotował 24,4% wzrost przychodów oraz 16,9% wzrost zysku operacyjnego. Natomiast 37,4% wzrost przychodów Sokołowa nie był w stanie zrównoważyć wysokiego 1,4% spadku (r/r) marży operacyjnej. W rezultacie zysk operacyjny lidera polskiego rynku mięsnego spadł o 18,9%.

Fig. 1. Sektor mięsny: Wzrost wyników w 2 kw. 2004 (r/r)



Źródło: Dane spółek, DM BZ WBK

Bardzo dobre tegoroczne zbiory zbóż spowodują spadek cen żywca

W opinii IERiGŻ tegoroczne zbiory zbóż będą na wyjątkowo wysokim poziomie, co powinno przełożyć się na znaczny spadek cen pasz. Zaowocuje to, według nas, obniżeniem cen żywca w drugiej połowie roku.

Natomiast spadki cen przetworów będą relatywnie niższe...

Skala spadków cen przetworów mięsnych będzie według nas niższa. Uważamy, że producenci zdążyli już przyzwyczaić konsumentów do wyższych cen swoich produktów i

będą dążyli do zrekompensowania spadku marż w pierwszych sześciu miesiącach bieżącego roku.

...dzięki czemu producenci odnotują poprawę marż...

W rezultacie, oczekujemy wzrostu marży operacyjnej w skali całego roku do 2,7% z 2,5% w 1 poł. 2004 w Sokołowie oraz do 5,0% z 4,0% w Indykpolu. Natomiast w przypadku Dudy, której wyniki w pierwszej połowie roku były relatywnie dobre, prognozujemy spadek marży operacyjnej z 6,7% w 1 poł. 2004 do 6,6% w skali całego roku 2004.

...co już jest, naszym zdaniem, uwzględnione w cenach

Uważamy, że oczekiwana poprawa wyników polskich spółek z branży mięsnej, które w kolejnych kwartałach powinny stać się, w większym stopniu, beneficjentami wejścia do Unii Europejskiej, jest już uwzględniona w cenach ich akcji.

Sprzedaj Sokołów, cena docelowa 6,0 zł

Wyceniając Sokołów metodą DCF otrzymaliśmy aktualną wartość godziwą akcji spółki w wysokości 5,9 zł, o 12,3% poniżej bieżącej ceny rynkowej. Rozpoczynamy analizy Sokołowa z rekomendacją Sprzedaj i ceną docelową na koniec 2004 w wysokości 6,0 zł.

Trzymaj Dudę, cena docelowa 119 zł

Model DCF dla Dudy implikuje aktualną wartość godziwą na poziomie 116 zł o 0,7% poniżej ceny rynkowej. Rozpoczynamy analizy Dudy z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową 119 zł.

Trzymaj Indykpol, cena docelowa 91 zł

Szacowana przez nas aktualna wartość godziwa akcji Indykpolu wynosi 88 zł, o 2,8% poniżej bieżącej ceny rynkowej. Rozpoczynamy analizy Indykpolu z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową 91 zł.

Fig. 2. Sektor mięsny: Wyceny i rekomendacje

W złotych, o ile nie podano inaczej

Spółka	Cena	Wartość godziwa	Różnica	Cena docelowa**	Potencjał wzrostu	Rekomendacja
Sokołów	6,70	5,9	-12,3%	6,03	-10,0%	Sprzedaj
Duda*	117,0	116	-0,7%	119	1,9%	Trzymaj
Indykpol	90,50	88	-2,8%	91	0,3%	Trzymaj

* liczba akcji po emisji związanej z przejęciem Maktonu i Eurosmaku. ** Cena docelowa na koniec 2004. Źródło: GPW, szacunki DM BZ WBK

Fig. 3. Sektor mięsny: Podsumowanie wyceny DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	Sokołów	Duda	Indykpol
WACC (2004-2012)	10,0%	9,9%	9,8%
Wartość obecna FCF 2004-2012	228	201	138
Wzrost rezydualny	2,9%	2,9%	2,5%
Wartość rezydualna (TV)	1084	867	471
Wartość obecna TV	419	336	204
Suma EV	647	537	342
Dług netto	105	28	93
Wartość kapitału własnego	542	509	248
Liczba akcji (mln)	100,2	4,8*	3,1
Wartość na akcję (zł, 1 sty. 2004)	5,4	107	79
Miesiąc	9	9	9
Aktualna wartość na akcję (zł)	5,9	116	88
Cena docelowa na akcję (zł)	6,0	119	91

* liczba akcji po emisji związanej z przejęciem Maktonu i Eurosmaku. Źródło: Szacunki DM BZ WBK

Fig. 4. Sektor mięsny: Założenia DCF

	Sokołów	Duda	Indykpol
Średni wzrost (CAGR) przychodów 2003-06	16,5%	45,7%	8,3%
Średni wzrost (CAGR) przychodów 2006-13	8,6%	6,1%	5,8%
Średnia marża operacyjna 2003-2013	3,9%	6,0%	4,9%
Stopa reinwestycji 2013	22,4%	17,6%	14,3%
Średni ROIC 2003-13	13,0%	18,9%	15,6%
Stopa wzrostu po okresie prognozy	2,9%	2,9%	2,5%
Niezadłużona beta (x)	0,71	0,71	0,71
Zadłużona beta (x)	0,99	1,05	1,60
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,7%	14,2%
Dług/Kap. Wł.	48,6%	59,0%	154,3%
WACC	10,0%	9,9%	9,8%

Źródło: IBES, www.damodaran.com, szacunki DM BZ WBK

Wycena porównawcza

P/E o 32-52% wyższe od spółek zagranicznych oraz ...

W oparciu o nasze prognozy zysków średnie P/E dla polskich spółek mięsnych kształtuje się na poziomie, odpowiednio, 19,6x, 16,3x i 13,6x na lata 2004-2006P. Implikuje to premię w stosunku do porównywalnych spółek zagranicznych w wysokości 51,6%, 39,0% i 32,4%.

... premia w wycenie EV/EBITDA od 47% do 81%...

Szacowane przez nas średnie EV/EBITDA dla Sokołowa, Dudy i Indykpolu wynosi 10,5x, 8,2 i 7,5x na lata 2004-2006P, co oznacza wycenę z premią 81,1%, 52,9% i 61,6% w stosunku do grupy zagranicznych spółek mięsnych.

... nie są, wg nas, dostatecznie uzasadnione większym potencjałem wzrostu

Uważamy, że większy potencjał wzrostowy polskiego rynku związany z mniejszym średnio o 12,5% spożyciem mięsa przez Polaków w porównaniu do konsumentów z krajów Piętnastki nie usprawiedliwia tak wysokich wycen.

Najdroższy - Sokołów z 17,8x P/E na 2005P

Najdroższą spośród analizowanych przez nas spółek jest Sokołów, który w oparciu o prognozowane na lata 2005-06 P/E wyceniany jest z 14,3% i 18,5% premią w stosunku do Dudy i Sokołowa.

Fig. 5. Sektor mięsny: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	Waluta	Cena	P/E (x)				EV/EBITDA (x)			
					2003	2004P	2005P	2006P	2003	2004P	2005P	2006P
Sokołów	SKW PW	Polska	PLN	6,70	35,1	17,6	17,8	15,2	11,4	10,3	8,1	7,4
Duda	DUD PW	Polska	PLN	117,00	38,7	22,4	14,2	12,5	20,4	12,5	8,0	7,2
Indykpol	IND PW	Polska	PLN	90,50	25,1	18,6	16,9	13,2	7,8	8,6	8,4	7,7
Średnia - spółki polskie					33,0	19,6	16,3	13,6	13,2	10,5	8,2	7,5
Northern Foods	NFDS LN	Wlk. Bryt.	GBP	1,55	11,2	10,4	9,9	n/a	4,5	4,3	4,2	n/a
Atria	ATRAV FH	Finlandia	EUR	9,40	11,8	8,6	8,1	7,9	3,3	2,7	2,6	2,6
HK Ruokatalo	HKRAV FH	Finlandia	EUR	7,64	12,0	10,0	9,3	8,5	4,8	4,6	4,4	4,2
Axfood	AXFO SS	Szwecja	SEK	193,50	16,1	15,1	12,6	n/a	6,7	6,5	5,8	5,3
Campofrio	CPF SM	Hiszpania	EUR	11,80	22,8	19,1	15,9	14,5	7,9	7,3	6,7	6,4
Fleury Michon	FLE FP	Francja	EUR	42,82	17,2	15,8	14,0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
LDC	LOUP FP	Francja	EUR	55,50	15,0	14,0	12,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Średnia - spółki europejskie					15,2	13,3	11,8	10,3	5,4	5,1	4,7	4,6
Hormel Foods	HRL US	USA	USD	27,65	21,1	18,6	17,2	n/a	10,2	9,3	8,7	n/a
Pilgrims Pride Corp.	PPC US	USA	USD	26,25	n/m	11,4	10,5	n/a	26,5	5,6	5,3	n/a
Sanderson Farms	SAFM US	USA	USD	34,82	18,2	11,6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Smithfield Foods	SFD US	USA	USD	10,34	n/m	6,9	4,9	n/a	9,7	5,4	4,5	n/a
Tyson Foods	TSN US	USA	USD	16,76	21,0	13,3	14,0	n/a	7,6	6,3	6,0	n/a
Średnia - spółki amerykańskie					20,1	12,4	11,6	n/a	13,5	6,6	6,1	n/a
Średnia - wszystkie spółki porównawcze					16,7	12,9	11,7	10,3	9,0	5,8	5,3	4,6

Źródło: Dane spółek, IBES, Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Sokołów

Sektor spożywczy

Reuters: SOKO.WA Bloomberg: SKW PW

9 września 2004

Czas na powrót do rzeczywistości

Rozpoczynamy analizy Sokołowa z rekomendacją Sprzedaż

Wejście Polski do UE nie przyniosło spodziewanych zysków liderowi polskiego rynku mięsa czerwonego. Ceny wyrobów Sokołowa rosły wolniej od cen surowca, co pogorszyło marżę w 2kw.04. Dodatkowo spółka nie była uprawniona do korzystania z funduszu SAPARD. W średnim terminie oczekujemy spadku cen żywca przy relatywnej stabilizacji na rynku przetworów. Uważamy jednak, że oczekiwana poprawa wyników Sokołowa jest już uwzględniona w cenach. Prognozowane P/E na 2005-06 w wysokości 17,8x, 15,2 i jest najwyższe spośród porównywanych spółek. Rozpoczynamy analizy Sokołowa z rekomendacją Sprzedaż.

Sokołów jest największym polskim przetwórcą mięsa czerwonego z udziałem w rynku szacowanym na 18%. Prognozujemy, że wyroby przetworzone będą stanowić 52% przychodów spółki w 2004, jednak możliwości wzrostu w tym wysokomarżowym segmencie rynku oceniamy jako ograniczone: w przeciwieństwie do mięsa spożycie przetworów mięsnych w Polsce nie wzrasta.

Wyniki Sokołowa w drugim kwartale 2004 były rozczarowujące, ponieważ ceny przetworów nie nadążyły za wzrostem cen żywca. W efekcie marże spółki uległy znaczącemu pogorszeniu: marża brutto na sprzedaży utrzymała się w 2 kw. 2004 na niskim poziomie 12,5% z 2 kw. 2003. Według nas druga połowa roku przyniesie spadek cen surowców a przetwórcy mięsa zdołają przyzwyczaić konsumentów do wyższych cen swoich produktów. W związku z tym oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży Sokołowa w całym 2004 ulegnie poprawie do 14,2%.

Prognozujemy, że zysk netto Sokołowa w 2004 podwoi się do 37,6 mln zł, z czego niemal połowa (18,6 mln zł) stanowią jednorazowe przychody finansowe. Na rok 2005 prognozujemy zysk netto na poziomie 37,7 mln zł.

Prognozowane przez nas P/E dla Sokołowa na 2005 i 2006 wynosi, odpowiednio, 17,8x, 15,2x, co oznacza 14,3% i 18,5% premię w stosunku do średniej dla Dudy i Sokołowa. Używając modelu DCF otrzymaliśmy wartość godziwą jednej akcji Sokołowa w wysokości 5,9 zł, 12,3% poniżej aktualnej ceny rynkowej. Inicjujemy analizy Sokołowa z rekomendacją Sprzedaż i ceną docelową na koniec roku w wysokości 6,0 zł.

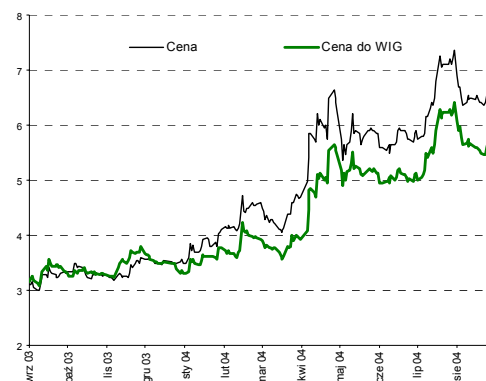
Sokołów: Podsumowanie wyników finansowych i prognozy

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	916,0	1037,1	1374,8	1507,1	1638,0
EBITDA	52,5	68,0	75,6	96,0	104,3
Zysk operacyjny	9,0	27,2	36,9	56,6	63,7
Zysk netto	3,7	19,1	37,6	37,7	44,2
EPS (PLN)	0,04	0,19	0,38	0,38	0,44
P/E (x)	180,7	35,1	17,8	17,8	15,2
EV/EBITDA (x)	14,8	11,4	10,3	8,1	7,4

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (zł, 7 września 2004)	6,7
Wartość godziwa (zł, aktualna)	5,9
Cena docelowa (zł, koniec 2004)	6,0
Kapitalizacja (mln zł)	671,3
EV (mln zł)	776,5
Free float (%)	30%
Liczba akcji (mln)	100,2
Średni dzienny obrót (3 mies.) (akcje)	213 tys.
EURPLN	4,38
USDPLN	3,62



Wykres relatywny mierzy zachowanie kursu akcji spółki wobec indeksu WIG. 7 września 2004 WIG zamknął się na poziomie 24 838,55.

Zmiana kursu	Relatywnie do WIG	Absolutna
1mies.	-12,9%	-8,8%
3mies.	9,1%	14,5%
12mies.	79,7%	115,4%

Główni udziałowcy	% kapitału
HK Ruokatalo	30,1
Danish Crown	22,5
EBOiR	6,4
Conrad Jacobson	2,5

Opis spółki

Sokołów jest największą polską spółką z branży mięsnej.

Dział analiz

Łukasz Wachelko

+48 22 586 81 59; lukasz.wachelko@bzwbk.pl

Tomasz Krukowski, CFA

+48 22 586 81 93; tomasz.krukowski@bzwbk.pl

Pozycja rynkowa

Lider polskiego rynku mięsa czerwonego

Według spółki Sokołów jest liderem polskiego rynku mięsa czerwonego z 18% udziałem. Udział kolejnego gracza, Animexu po przejęciu Morlin jest o 5pp niższy.

Portfel produktów

Spadający udział przetworów w przychodach (55% w 2003 – 51% w 2006P)

W ofercie Sokołowa znajdują się wyroby zarówno z mięsa czerwonego, jak i z drobiu. Ponad połowa (55% w 2003 roku) przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży przetworów. Kolejne 31% generowane jest na sprzedaży mięs. Na pozostałe 14% składa się m.in. sprzedaż skór, mączki kostnej oraz usługi chłodnicze świadczone na rzecz Agencji Rynku Rolnego. Szacujemy, że w roku 2004 przychody ze sprzedaży generujących najwyższe marże przetworów stanowiąc będą 52,4% całości przychodów Sokołowa. Udział ten będzie, według nas, zmniejszać się w kolejnych latach, aby w roku 2006 osiągnąć 51%.

Fig. 6. Sokołów: Produktowa struktura sprzedaży
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

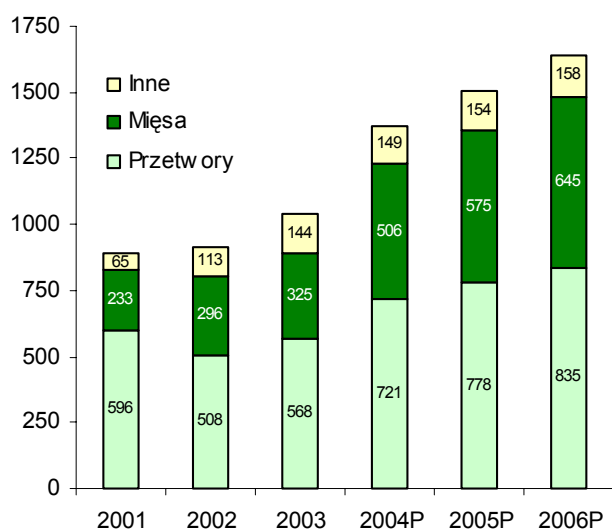
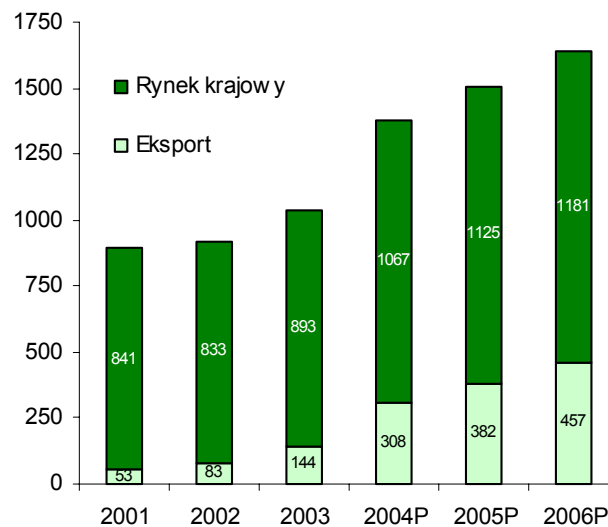


Fig. 7. Sokołów: Geograficzna struktura sprzedaży
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Eksport

Dynamiczny wzrost eksportu (udział w przychodach: 14% w 2003 – 28% w 2006)

W roku 2003 sprzedaż eksportowa stanowiła 14% przychodów Sokołowa. Jej udział wzrósł znacząco po pierwszym styczniu 2004. W pierwszej połowie 2004 udział eksportu w przychodach przekroczył 22% i podobnej wagi spodziewamy się w całym 2004 roku. Prognozujemy, że w kolejnych latach udział eksportu powinien sukcesywnie wzrastać do 27,9% w 2006. Według prezesa Sokołowa spółka planuje docelowo zwiększyć ten wskaźnik do 40%.

Sokołów jedyną spółką z GPW uprawnioną do eksportu do Rosji, co jednak nie powinno mieć wpływu na wyniki w średnim terminie

Sokołów jest jedyną spółką notowaną na GPW, jaka dostała pozwolenie na eksport mięsa do Rosji po sierpniowych kontrolach przeprowadzonych przez rosyjskich weterynarzy. Jednakże znacznie korzystniejsze ceny uzyskiwane na rynku Unii Europejskiej powodują, że eksport polskiego mięsa i przetworów do Rosji jest obecnie nieopłacalny. Dlatego też nie oczekujemy, aby w najbliższym czasie Sokołów istotnie skorzystał z uzyskanego zezwolenia.

Prognoza wyników

Prognozujemy 33% wzrost przychodów w 2004 dzięki eksportowi i wzrostom cen

Szacujemy, że sprzedaż wolumenowa Sokołowa w 2004 na rynek krajowy nie zmieni się w stosunku do roku ubiegłego. Natomiast eksport ulegnie podwojeniu. Na wzrost przychodów, który szacujemy na 32,6%łoży się również wzrost cen mięsa i jego przetworów w Polsce. Na rok 2005 prognozujemy spadek dynamiki sprzedaży do 7,8% w ujęciu ilościowym i 9,6% w ujęciu wartościowym.

Oczekujemy poprawy marż w średnim terminie

Według nas druga połowa roku przyniesie spadek cen surowców wywołany oczekiwaną obniżką cen pasz. Jednocześnie przetwórcy mięsa zdołali przyzwyczaić konsumentów do wyższych cen swoich produktów. W związku z tym oczekujemy, że marża brutto na sprzedaży Sokołowa ulegnie poprawie do 14,2% w całym 2004 roku i 15,3% w 2005.

Oczekujemy również poprawy marży operacyjnej z 2,5% w 1 poł. do 2,7% w 2004 i 3,8% w 2005. Prognozujemy, że zysk operacyjny wzrośnie w 2004 o 35,7% do 36,9 mln zł a w 2005 o 55,4% do 57,4 mln zł.

Szacujemy, że około 9,5 mln zł zysku na działalności finansowej...

W pierwszej połowie 2004 przychody finansowe netto wyniosły 6,9 mln zł. 20 lipca spółki zależne Sokołowa sprzedały 3,6 mln akcji Sokołowa po średniej cenie 5,7zł (20,8 mln zł) na czym zrealizowały zysk w wysokości 4,8 mln zł. Szacujemy, że wynik netto na działalności finansowej sięgnie w 2004 roku 9,5 mln zł.

...pozwoli na podwojenie zysku netto w 2004

Prognozujemy, że zysk netto Sokołowa w 2004 podwoi się do poziomu 37,6 mln zł a w 2005 osiągnie 37,7 mln zł.

Prognozujemy 2003-06 CAGR przychodów i zysku netto w wysokości 16,5% i 32,1%

Średnioroczny wzrost przychodów Sokołowa w latach 2003-2006 szacujemy na 16,5%. Jednocześnie oczekujemy poprawy rentowności działalności spółki: prognozujemy wzrost marży operacyjnej z 2,6% w 2003 do 3,9% w 2006. W związku z tym oczekujemy średniorocznego wzrostu zysku operacyjnego i zysku netto pomiędzy 2003 a 2006, odpowiednio na poziomie, 32,8% i 32,1%.

Sokołów nie skorzystał z SAPARD'u

W związku z wymogiem dodatniej rentowności w latach 2000-2001 stawianym przy przyznawaniu pomocy z funduszu SAPARD Grupa Sokołów praktycznie nie miała możliwość wykorzystania tego źródła finansowania. Jedynie spółka produkująca salami w Dębicy otrzymała 0,4 mln zł. Sokołów złożył wnioski na dofinansowanie planowanych na ten rok inwestycji, ale zatwierdzenie ich jest jeszcze niepewne, dlatego też w naszej wycenie nie uwzględniamy żadnych potencjalnych wpływów z funduszy UE. Teoretycznie jeden milion złotych dotacji przełożyłby się na wzrost wyceny o około 1gr na akcję (ceteris paribus).

Fig. 8. Sokołów: Prognoza wyników finansowych

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	916,0	1037,1	1374,8	1507,1	1638,0
Zysk brutto na sprzedaży	126,1	146,4	194,9	229,8	251,8
EBITDA	52,5	68,0	75,6	96,0	104,3
Zysk operacyjny	9,0	27,2	36,9	56,6	63,7
Zysk netto	3,7	19,1	37,6	37,7	44,2
Marże					
Marża brutto	13,8%	14,1%	14,2%	15,2%	15,4%
Marża EBITDA	5,7%	6,6%	5,5%	6,4%	6,4%
Marża operacyjna	1,0%	2,6%	2,7%	3,8%	3,9%
Marża netto	0,4%	1,8%	2,7%	2,5%	2,7%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Kwestie właścicielskie – oczekiwane wezwanie

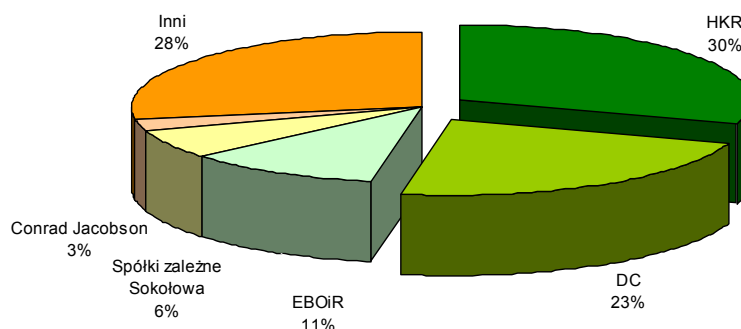
Join-venture Danish Crown i HK Ruokatalo planuje ogłoszenie wezwania na akcje Sokołowa

6 sierpnia 2004 duńska spółka Danish Crown (DC) poinformowała o pośrednim nabyciu akcji stanowiących 22,5% kapitału Sokołowa. Cena transakcji nie została podana do publicznej wiadomości. Danish Crown, wspólnie z największym akcjonariuszem Sokołowa, fińską spółką HK Ruokatalo (HKR) posiadającą 30,1% akcji spółki, zawiązało umowę joint-venture i wspólnie, jako Saturn Nordic Holding złożyło podanie do KPWiG oraz Komisji Europejskiej o pozwolenie na przekroczenie 50% udziału w Sokołowie, a w rezultacie na ogłoszenie wezwania na pozostałe akcje. Stosowne zezwolenie zostało już wydane przez KPWiG. DC i HKR twierdzi, że zamierzają skupić każdą ilość akcji, jaka zostanie im zaoferowana po odpowiedniej cenie. Jeśli w wyniku wezwania obrót akcjami na rynku spadłby znacząco nowi strategiczni udziałowcy nie wykluczają wycofania spółki z GPW.

Jednakże bieżąca cena rynkowa jest w ocenie inwestorów strategicznych zbyt wysoka

Ponadto, prezes HKR podkreślił, że obecny kurs Sokołowa (7,35 zł na zamknięcie sesji 6 sierpnia, P/E 2003 38,5x) jest stanowczo za wysoki. W jego ocenie, aby cena akcji była atrakcyjna P/E Sokołowa powinno kształtować się na poziomie spółek zachodnich, tj. 10-15x (w oparciu o zyski z 2003 implikuje to cenę w przedziale 1,9zł-2,9zł). Co więcej, jeśli ceny zaoferowane DC i HKR nie będą zadowalające, akcje stanowiące nadwyżkę ponad 50% kapitału mogą trafić na rynek. Minimalna cena wezwania będąca średnią z ostatnich 6 miesięcy wynosi 5,82 zł.

Fig. 9. Sokołów: Akcjonariat
W %



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

DCF

Wycena Sokołowa metodą DCF implikuje wartość kapitałów własnych spółki na poziomie 542 mln zł, co daje aktualna wartość godziwą 5,9 zł na akcję. Nasza cena akcji docelowa Sokołowa na koniec roku 2004 wynosi 6,0 zł.

Fig. 10: Sokołów: Wycena DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	894	916	1037	1375	1507	1638	1760	1892	2057	2241	2444	2670	2921
EBIT z wył. SAPARDU	-17	9	27	37	57	64	69	75	83	91	103	111	122
SAPARD	0	0	0	0,4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Podatek	9	3	4	9	11	12	13	14	16	17	20	21	23
NOPAT	-26	6	23	29	46	52	56	61	67	74	83	90	98
Amortyzacja	42	42	40	39	39	41	43	45	48	51	53	59	64
Zmiana w kapitale pracującym	3	-2	20	32	13	13	12	13	16	18	20	22	24
Wydatki inwestycyjne	12	21	24	37	38	42	45	48	52	50	54	55	62
Inwestycje netto	-27	-23	4	30	12	14	14	16	20	17	21	17	22
Wolne przepływy pieniężne	1	29	19	-2	34	38	42	45	47	57	63	72	76
WACC (2003-20012)				10,0%									
Wartość obecna FCF 2003-2012				228									
Wzrost rezydualny				2,9%									
Wartość rezydualna (TV)				1084									
Wartość obecna TV				419									
Suma EV				647									
Dług netto				105									
Wartość kapitału własnego				542									
Liczba akcji (mln)				100									
Wartość na akcję (zł, 1 sty. 2004)				5,4									
Miesiąc				9									
Aktualna wartość na akcję (zł)				5,9									
Cena docelowa na akcję (zł)				6,0									
Wzrost przychodów	34,5%	2,4%	13,2%	32,6%	9,6%	8,7%	7,4%	7,5%	8,8%	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%
Wzrost EBIT	-66,4%	-153,8%	201,1%	35,7%	53,2%	12,4%	9,2%	8,5%	9,7%	10,2%	12,9%	7,4%	9,9%
Wzrost NOPAT	-45%	n/m	292%	24%	59%	12%	9%	8%	10%	10%	13%	7%	10%
Wzrost FCF	-100%	3419%	-32%	n/m	n/m	11%	12%	7%	4%	22%	9%	15%	6%
Marża EBIT	-1,9%	1,0%	2,6%	2,7%	3,8%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,2%	4,1%	4,2%
Marża NOPAT	-2,9%	0,6%	2,2%	2,1%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%
Wyd. inwest. /przychody	1,4%	2,3%	2,3%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%
Zmiana w Kap. Obr./Przychody	0,4%	-0,2%	1,9%	2,4%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana w Kap. Obr./Zm. w przych.	1%	-10%	17%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Sokołów: Dane finansowe i prognozy

Fig. 11: Sokołów: Prognozy skonsolidowanych wyników finansowych
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

Rachunek wyników	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	516,4	411,4	664,8	894,3	916,0	1037,1	1374,8	1507,1	1638,0
Zysk brutto na sprzedaży	81,4	47,0	79,0	114,4	126,1	146,4	194,9	229,8	251,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	65,6	67,0	95,1	123,9	119,4	124,4	164,9	180,8	196,5
EBITDA	27,9	-15,5	16,4	27,3	52,5	68,0	75,6	96,0	104,3
Zysk operacyjny	16,7	-33,6	-50,1	-16,8	9,0	27,2	36,9	56,6	63,7
Koszty finansowe (przychody) netto	10,2	-19,3	-3,4	19,5	3,8	4,3	-9,5	8,2	7,2
Zysk brutto	11,6	-14,9	-50,0	-37,1	4,6	22,6	45,9	48,4	56,5
Podatek dochodowy	5,5	4,7	-2,7	4,4	0,0	2,5	6,9	9,2	10,7
Zysk netto	3,7	-17,2	-47,5	-41,5	3,7	19,1	37,6	37,7	44,2
EPS	0,04	-0,17	-0,47	-0,41	0,04	0,19	0,38	0,38	0,44
Marża brutto na sprzedaży	15,8%	11,4%	11,9%	12,8%	13,8%	14,1%	14,2%	15,2%	15,4%
Marża operacyjna	3,2%	-8,2%	-7,5%	-1,9%	1,0%	2,6%	2,7%	3,8%	3,9%
Marża netto	0,7%	-4,2%	-7,1%	-4,6%	0,4%	1,8%	2,7%	2,5%	2,7%
Bilans	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Aktywa obrotowe	122,1	88,7	180,7	176,5	187,0	217,7	301,1	357,4	418,0
środki pieniężne	20,4	5,5	28,7	10,8	12,7	23,6	43,8	75,4	111,5
należności handlowe	29,7	37,7	93,6	98,3	106,4	113,2	150,0	164,5	178,8
zapasy	42,8	42,4	58,1	65,1	66,7	78,4	103,9	113,9	123,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	2,1	1,1	2,4	3,1	3,4	3,7
Aktywa trwałe	170,4	166,9	378,9	349,1	325,9	308,4	305,9	305,0	306,1
rzeczowe aktywa trwałe	149,0	157,1	369,5	340,4	316,3	300,7	298,0	296,4	296,7
inwestycje długoterminowe	13,9	0,7	1,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
wartości niematerialne i prawne	3,9	6,3	6,4	3,5	5,5	4,2	4,9	5,6	6,5
należności długoterminowe	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	293,1	256,2	564,4	540,4	526,3	534,4	618,0	674,4	737,3
Zobowiązania krótkoterminowe	89,1	78,4	187,7	196,8	188,3	201,7	239,2	253,9	268,4
zadłużenie bankowe	0,0	44,1	94,7	96,3	75,7	86,7	86,7	86,7	86,7
zobowiązania handlowe	0,0	18,5	73,1	81,6	93,6	91,9	121,8	133,6	145,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,6	0,6	20,9	16,6	10,1	9,8	13,5	14,7	15,9
Zobowiązania długoterminowe	11,0	8,1	71,5	53,6	44,9	42,1	42,1	42,1	42,1
zadłużenie bankowe	11,0	8,1	71,5	53,6	44,8	42,1	42,1	42,1	42,1
pozostałe zobowiązania długoter.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	4,4	6,8	0,0	27,8	23,4	10,6	14,1	15,5	16,8
Kapitał własny	129,2	157,3	280,0	241,1	254,5	265,0	302,6	340,4	384,5
Kapitały mniejszości	47,9	4,9	4,3	4,4	5,2	5,1	6,5	8,0	9,6
Pasywa	293,1	256,2	564,4	540,4	526,3	534,4	618,0	674,4	737,3
Cash-flow	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Cash flow operacyjny	b/d	-12,6	8,1	17,4	42,4	39,2	52,1	68,1	76,1
Cash flow z dział. Inwestycyjnej	b/d	25,2	15,0	-9,6	-4,1	-21,5	-31,9	-36,5	-39,9
Cash flow z dział. Finansowej	b/d	-25,7	-4,0	-25,4	-36,3	-6,8	0,0	0,0	0,0
Cash flow razem	b/d	-13,1	19,1	-17,6	1,9	10,9	20,2	31,6	36,2
Gotówka na pocz. Okresu	b/d	20,4	9,6	28,4	10,8	12,7	23,6	43,8	75,4
Gotówka na koniec okresu	b/d	5,5	28,7	10,8	12,7	23,6	43,8	75,4	111,5

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

ZM Duda

Sektor spożywczy

Reuters: DUDA.WA Bloomberg: DUD PW

9 września 2004

Rzeźnia nr 1

Rozpoczynamy analizowanie Dudy z rekomendacją Trzymaj

Dzięki rozwojowi organicznemu i przejęciom oczekujemy, że w latach 2000-06 Duda zanotuje średnioroczny wzrost EPS w wysokości 114,3%. Niedawna akwizycja Maktonu i Eurosmaku - wejście na rynek handlu mięsem i jego wyrobów będą w naszej opinii głównym czynnikiem stymulującym wzrost EPS w 2005 w wysokości 65,3%. Dostrzegając dynamiczny rozwój spółki uważamy, iż obecna cena w pełni go dyskontuje. Rozpoczynamy analizowanie akcji Dudy z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową 119 zł.

Zakłady Mięsne Duda są największym polskim podmiotem specjalizującym się w przemysłowym uboju i rozbiórce mięsa wieprzowego z ponad 5% udziałem w obrocie surowcem mięsnym. Dzięki rozwojowi organicznemu i przejęciom spółka zanotowała w latach 2000-03 średnioroczny wzrost przychodów w wysokości 38,5%.

Akwizycję Maktonu i Eurosmaku uważamy za niedrogie (P/E 2004P w wysokości 12,2x) wejście w rynek handlu mięsem i jego przetworami. Dzięki temu przejęciu szacujemy, iż w 2005 i 2006 zysk netto Dudy wyniesie 36,1 mln zł i 41,6 mln zł, co implikuje wzrost EPS na poziomie, odpowiednio, 65,3% i 15,4%.

Dzięki profilowi działalności skoncentrowanemu na uboju, a nie przerobieniu mięsa wyniki Dudy w 2 kw. 2004 były, na tle innych spółek mięsnych, bardzo dobre; wzrost zysku operacyjnego o 57,6%. Wzrost kursu akcji od początku 2004 o 102% sugeruje jednak, że oczekiwania inwestorów, co do wzrostu zysków wywołanego wejściem Polski do UE były jeszcze wyższe niż zaraportowane cyfry.

Skorygowany o goodwill wskaźnik P/E na 2004-05P dla Dudy kształtuje się na poziomie, odpowiednio, 22,4x i 14,2x. Używając modelu DCF wyceniliśmy wartość godziwą spółki na 116 zł na akcję i ustaliśmy cenę docelową na 119 zł na koniec 2004. Oczekując wysokiego tempa wzrostu zysków Dudy w latach 2004-06, uważamy, że obecna cena w pełni go dyskontuje. Dlatego też rozpoczynamy analizowanie z rekomendacją Trzymaj.

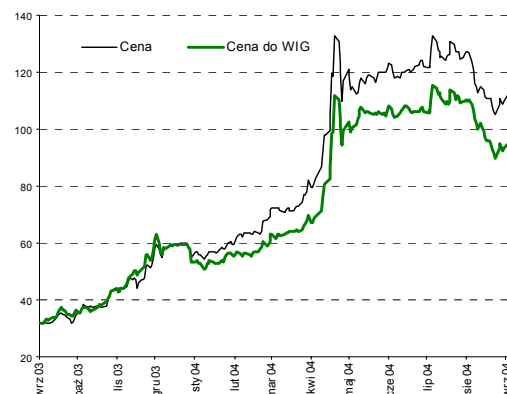
Duda: Podsumowanie wyników finansowych i prognozy
W milionach złotych, o ile nie poda no inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	189,3	327,8	522,2	923,0	1013,2
EBITDA	10,6	26,1	42,6	66,3	73,6
Zysk operacyjny	8,9	21,2	34,4	53,7	59,4
Zysk netto	4,9	12,9	24,2	36,1	41,6
Zysk netto skoryg. o goodwill	4,9	13,1	24,9	39,2	44,7
EPS (PLN)*	1,13	3,00	5,08	7,56	8,73
EPS skoryg. o goodwill (PLN)	1,13	3,03	5,23	8,22	9,38
P/E skoryg. o goodwill (x)	103,7	38,7	22,4	14,2	12,5
EV/EBITDA (x)	50,4	20,4	12,5	8,0	7,2

* W oparciu o liczbę akcji 4,77 mln szt. uwzględniającą nową emisję związaną z przejęciem Maktonu i Eurosmaku. Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Redukuj
Cena (zł, 7 września 2004)	117
Wartość godziwa (zł, aktualna)*	116
Cena docelowa (zł, koniec 2004)*	119
Kapitalizacja (mln zł)	504,8
EV (mln zł)	533,0
Free float (%)	49,5%
Liczba akcji (aktualna, mln)	4,3
Średni dzienny obrót (3 mies.) (akcje)	6,5 tys.
EURPLN	4,38
USDPLN	3,62

* W oparciu o liczbę akcji 4,77 mln szt. uwzględniającą nową emisję na zakup Maktonu i Eurosmaku.



Wykres relatywny mierzy zachowanie kursu akcji spółki wobec indeksu WIG. 7 września 2004 WIG zamknął się na poziomie 24 838,55.

Zmiana kursu	Do WIG	Absolutna
1mies.	-11,6%	-7,5%
3mies.	-9,0%	-4,5%
12mies.	207,8%	269,1%

Główni udziałowcy	% kapitału
Bogna Duda	18,0
Marcin Duda	16,8
Daria Duda	15,7
PZU OFE	10,3
AIG OFE	5,9
Bankowy OFE	5,6

Opis spółki

Duda jest największym polskim podmiotem specjalizującym się w przemysłowym uboju i rozbiórce mięsa wieprzowego

Dział analiz

Łukasz Wachelko

+48 22 586 81 59; lukasz.wachelko@bzbwbk.pl

Tomasz Krukowski, CFA

+48 22 586 81 93; tomasz.krukowski@bzbwbk.pl

Pozycja rynkowa

Lider na rynku uboju trzody chlewnej

Zakłady Mięsne Duda są największym polskim podmiotem specjalizującym się w przemysłowym uboju i rozbiorze mięsa wieprzowego. Według danych spółki udział Dudy w obrocie surowcem mięsnym w 2003 roku wyniósł ponad 5%.

Portfel produktów

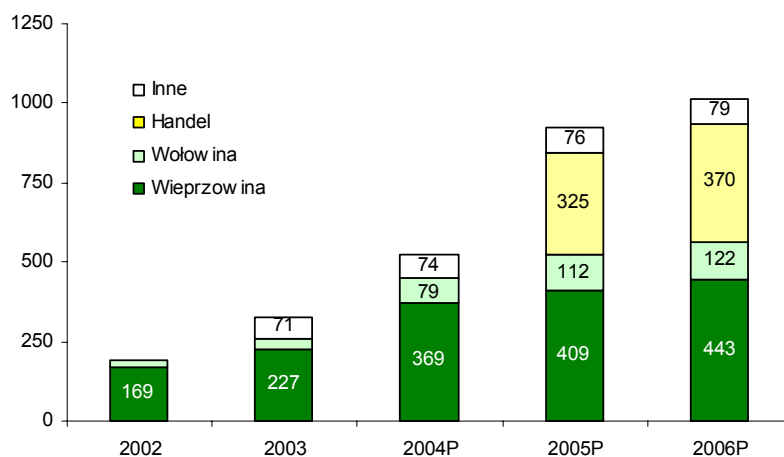
70% przychodów ze sprzedaży wieprzowiny

Zdecydowana większość (ok. 70%) skonsolidowanych przychodów spółka generuje na uboju i rozbiorze żywca wieprzowego. Pozostałe przychody pochodzą ze sprzedaży mięsa wołowego (9%) oraz m.in. usług chłodniczych, produkcji koniny, uprawy zbóż paszowych i działalności elektronicznej giełdy towarowej.

W kolejnych latach dzięki planowanemu przejęciu Maktonu znacząco wzrośnie udział działalności handlowej. Prognozujemy, że handel będzie generował 36,5% przychodów Dudy w 2006 roku.

Fig. 12. Duda: Produktowa struktura przychodów

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Eksport

Podobna rentowność sprzedaży krajowej i zagranicznej powoduje znaczne wahania eksportu

W 2003 21,2% przychodów stanowiła sprzedaż eksportowa. Udział ten spadł w 2 kwartale 2004 roku do poziomu 13,5%. Głównymi rynkami eksportowymi Dudy są obecnie kraje UE 15, w tym głównie Niemcy i Wielka Brytania oraz Litwa, Łotwa, Czechy i Słowacja.

Zanik eksportu do Rosji z powodu zbyt niskich cen i braku stosownego pozwolenia

Natomiast sprzedaż do Rosji uległa drugim kwartale praktycznemu zanikowi w wyniku wzrostu cen uzyskiwanych na polskim rynku oraz znacznego zwiększenia zainteresowania polskim mięsem ze strony Europy Zachodniej po 1 maja 2004. Kolejnym czynnikiem blokującym eksport na wschód jest brak pozwolenia wydanego przez weterynarzy rosyjskich po przeprowadzonej w sierpniu kontroli. Przedstawiciele spółki twierdzą jednak, że poczynią wszelkie starania w celu uzyskania stosownego zezwolenia.

Prognozy wyników

W 2004 prognozujemy 25% wzrost liczby ubojów trzody...

Poziom ubojów w pierwszej połowie 2004 wzrósł o 33,8% w stosunku do porównywalnego okresu w roku poprzednim do 370,7 tys. Dynamika ubojów wykazała jednak tendencję spadkową z 73,3% w styczniu do 12,2% w czerwcu. Na cały rok 2004 zakładamy średni wzrost ubojów o 25% do 683,8 tys. szt.

Od stycznia do czerwca 2004 średnia cena sprzedaży mięsa wieprzowego przez Dudę wzrosła o 42,7%. W całym roku 2004 oczekujemy wzrostu średniej ceny o 30%.

...oraz podwojenie produkcji wołowiny

Według naszych szacunków w roku bieżącym, dzięki przejęciu spółki Polska Wołowina, podwojeniu ulegnie wolumen produkcji mięsa wołowego. Jednocześnie prognozujemy 30% wzrost średniej ceny wołowiny w 2004.

Szacujemy, że przychody Dudy w 2004 roku wzrosną o 60,9% do 527,4 mln zł.

Prognozujemy 91% wzrost zysku netto w 2004

Według naszych prognoz Duda wypracuje w 2004 zysk netto skorygowany o goodwill w wysokości 24,9 mln zł, o 91% wyższy niż przed rokiem. W 2005 oczekujemy spadku dalszego wzrostu zysku netto do 39,2 mln zł (57,1% r/r).

Prognozujemy 2003-06 CAGR przychodów i zysku netto w wysokości 45,7% i 47,6%

Średnioroczny wzrost przychodów Dudy w latach 2003-2006 szacujemy na 45,7%. Oczekujemy, że zaangażowanie w działalność handlową spowoduje nieznaczne obniżenie marży operacyjnej. W rezultacie prognozujemy średnioroczny wzrost zysku operacyjnego w latach 2003-06 na 41,0%. Natomiast dzięki zakładanej przez nas spłacie części zadłużenia oczekujemy spadku kosztów finansowych. Średnioroczny wzrost zysku netto Dudy w 2003-06 szacujemy na 47,6%.

Oczekujemy 8,6 mln zł dotacji z UE w 2004 i 6,5 mln zł w 2005

Duda w znacznym stopniu wykorzystuje fundusze pomocowe Unii Europejskiej. W roku 2003 spółka pozyskała środki o wartości ponad 5 mln zł. Na rok bieżący Duda złożyła wnioski na dotacje o łącznej wartości 4,4 mln zł, a planuje kolejne 8,5 mln w 2004 i 7,5-10 mln w 2005. Dodatkowo Makton i Eurosmak powinny otrzymać ok. 5,5 mln zł refundacji związanej z budową hurtowni i rozbieralni w Krakowie. W naszym modelu uwzględniamy wpływy z dotacji UE w wysokości 4,4 mln zł ze 100% prawdopodobieństwem i 8,mln zł % z 50% prawdopodobieństwem w 2004 oraz 13 mln zł z 50% prawdopodobieństwem w 2005.

Fig. 13. Duda: Prognozy wyników finansowych
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	189,3	327,8	522,2	923,0	1013,2
Zysk brutto na sprzedaży	12,8	29,5	47,2	85,5	95,6
EBITDA	10,6	26,1	42,6	66,3	73,6
Zysk operacyjny	8,9	21,2	34,4	53,7	59,4
Zysk netto	4,9	12,9	24,2	36,1	41,6
Zysk netto skoryg. o goodwill	4,9	13,1	24,9	39,2	44,7
Marże					
Marża brutto	6,7%	9,0%	9,0%	9,3%	9,4%
Marża EBITDA	5,6%	8,0%	8,2%	7,2%	7,3%
Marża operacyjna	4,7%	6,5%	6,6%	5,8%	5,9%
Marża netto	2,6%	3,9%	4,6%	3,9%	4,1%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rozwój dzięki przejęciom

Wysokie tempo rozwoju organicznego wspierane licznymi akwizycjami

Wysokie tempo wzrostu w znacznej mierze wynika z kolejnych przejęć realizowanych na drodze do budowy Polskiego Koncernu Mięsnego Duda. Przejmowane spółki uzupełniły portfel produktów oraz bazę surowcową spółki.

8 lipca 2004 spółka ogłosiła podpisanie umowy na zakup kolejnych dwóch spółek, Maktonu i Eurosmaku.

Wg Dudy Makton, z niemal 25% udziałem, jest liderem dostaw mięsa i wędlin do handlu detalicznego na rynek warszawski. Spółka obsługuje 2,9 tys. sklepów, z czego 156 stanowią sklepy patronackie.

Strategia rozwoju Maktonu przewiduje wejście na rynki kolejnych aglomeracji. Rynek krakowski, gdzie spółka rozpoczyna już działalność, ma, według zarządu, w 2005 i 2006 roku wygenerować odpowiednio 7,7% i 10,7% przychodów ze sprzedaży.

Eurosmak zajmuje się rozbiorem mięsa, w 99,5% na potrzeby Maktonu. Dalszy rozwój Eurosmaku następować ma równoległe do ekspansji Maktonu na nowe rynki.

Makton i Eurosmak, wg spółki, zwiększyłyby przychody pro-forma na 2003 o 90%

Akwizycja Maktonu i Eurosmaku zwiększyłaby przychody pro-forma grupy na 2003 o 90,1%, do 626,9 mln zł. Przejęcie to sfinansowane ma zostać środkami pozostałymi z zeszłorocznej emisji akcji serii C (20 mln zł) oraz emisją 455,8 tys. nowych akcji (10,6% obecnej liczby akcji) dla obecnych właścicieli Maktonu i Eurosmaku, Państwa Makowskich.

Fig. 14. Duda: Teoretyczny wpływ akwizycji Maktonu i Eurosmaku na wyniki finansowe grupy

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	ZM Duda		Konsolidacja pro-forma		Wpływ akwizycji	
	2003	2004P mgt	2003	2004P mgt	2003	2004P mgt
Przychody	329,8	438,3	626,9	712,2	90,1%	62,5%
EBIT	25,5	35,0	30,3	42,6	18,9%	21,9%
Zysk netto	16,8	23,3	20,1	29,3	20,1%	25,7%
Marża operacyjna	43,2%	53,4%	41,9%	40,4%	-1,3%	-13,0%
Marża netto	28,3%	35,7%	27,8%	27,8%	-0,6%	-7,9%

Źródło: Dane i prognozy spółki

P/E dla nowych spółek 21,8x na '03, 12,2x na '04 i 7,3x na '05

Zadeklarowana w umowie pomiędzy ZM Duda a obecnymi właścicielami Maktonu i Eurosmaku łączna wartość transakcji implikuje P/E na lata 2003-05P, w wysokości odpowiednio 21,8x, 12,2x i 7,3x.

Fig. 15. Duda: P/E Maktonu i Eurosmaku implikowane ceną zadeklarowaną przez ZM Duda

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2003	2004P mgt	2005P mgt
Zysk netto	3,4	6,0	10,1
Gotówka	20,0		
Akcje ZM Duda (tys. szt.)	455,8		
Cena akcji*	117,0		
Wartość pakietu akcji	53,3		
Razem wartość transakcji	73,3		
Implikowane P/E (x)	21,8	12,2	7,3

*cena z zamknięcia 7 września 2004. Źródło: Dane i prognozy spółki, DM BZ WBK

Fig. 16. Duda: Obecna i planowana liczba akcji

W tysiącach, o ile nie podano inaczej

	Liczba akcji
Obecna liczba akcji	4314,2
Akcje dla Państwa Makowskich	455,8
Liczba akcji po planowanej emisji	4770,0
<i>Zmiana liczby akcji</i>	<i>10,6%</i>

Źródło: Dane spółki, DM BZ WBK

DCF

Wycena Dudy metodą DCF implikuje wartość kapitałów własnych spółki na poziomie 509 mln zł, co daje aktualna wartość godziwa 116 zł na akcję uwzględniając rozwodnienie związane z planowaną emisją 455,8 tys. nowych akcji. Nasza cena docelowa akcji Dudy na koniec roku 2004 wynosi 119 zł.

Jeśli zaproponowany przez spółkę program motywacyjny przewidujący emisję dodatkowych 300 tys. akcji dla kadry kierowniczej zostałyby przyjęty w niezmienionej formule nasza wartość godziwa akcji Dudy zmniejszyłaby się do 109 zł a cena docelowa do 112 zł.

Fig. 17. Duda: Wycena DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	195	189	328	522	923	1013	1070	1134	1210	1283	1361	1445	1533
EBIT z wył. SAPARDU	6	9	21	34	52	57	61	65	69	74	78	83	89
SAPARD	0	0	5	9	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Podatek	2	3	3	5	10	11	12	13	14	14	15	16	17
NOPAT	4	6	24	37	48	46	49	52	56	59	63	67	72
Amortyzacja	2	2	5	8	13	14	16	17	19	21	23	23	23
Zmiana w kapitale pracującym	0	20	4	25	1	7	4	5	6	5	6	6	9
Wydatki inwestycyjne	3	23	38	42	30	16	17	18	19	21	23	25	25
Inwestycje netto	2	42	38	59	19	8	5	5	6	5	6	8	11
Wolne przepływy pieniężne	3	-35	-14	-22	30	38	44	47	50	54	57	59	61
WACC (2003-20012)					9,9%								
Wartość obecna FCF 2003-2012					201								
Wzrost rezydualny					2,9%								
Wartość rezydualna (TV)					867								
Wartość obecna TV					336								
Suma EV					537								
Dług netto					28								
Wartość kapitału własnego					509								
Liczba akcji (mln)*					4,8								
Wartość na akcję (zł, 1 sty. 2004)					107								
Miesiąc					9								
Aktualna wartość na akcję (zł)					116								
Cena docelowa na akcję (zł)					119								
Wzrost przychodów	57,8%	-2,7%	73,2%	59,3%	76,8%	9,8%	5,7%	6,0%	6,6%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%
Wzrost EBIT	142,6%	50,4%	138,4%	59,7%	53,9%	9,4%	7,5%	5,8%	6,8%	5,9%	6,0%	7,0%	7,2%
Wzrost NOPAT	151,4%	49,4%	271,1%	57,0%	30,3%	-5,5%	7,6%	6,0%	6,9%	6,0%	6,1%	7,0%	7,2%
Wzrost FCF	-107%	n/m	n/m	n/m	n/m	25,8%	17,3%	6,8%	6,6%	7,2%	6,0%	4,1%	2,7%
Marża EBIT	3,0%	4,7%	6,5%	6,5%	5,7%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
Marża NOPAT	2,2%	3,4%	7,2%	7,1%	5,2%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%
Wyd. inwest. /przychody	1,5%	12,1%	11,5%	8,0%	3,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%
Zm. w Kap. Obr./Przychody	0,2%	10,8%	1,4%	4,8%	0,1%	0,7%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%
Zm. w Kap. Obr./Zm. w przych.	0,5%	-389%	3,2%	12,9%	0,2%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	10,3%

* Liczba akcji po emisji 455,8 tys. akcji związanej z przejęciem Maktonu i Eurosmaku. Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Duda: Dane finansowe i prognozy

Fig. 18: Duda: Prognozy skonsolidowanych wyników finansowych
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

Rachunek wyników	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	123,3	194,5	189,3	327,8	522,2	923,0	1013,2
Zysk brutto na sprzedaży	8,9	14,9	12,8	29,5	47,2	85,5	95,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	4,2	6,2	5,1	14,5	23,0	45,2	50,5
EBITDA	3,4	7,7	10,6	26,1	42,6	66,3	73,6
Zysk operacyjny	2,4	5,9	8,9	21,2	34,4	53,7	59,4
Koszty finansowe (przychody) netto	1,9	2,5	1,9	5,7	4,0	4,3	3,2
Zysk brutto	0,6	3,5	7,0	15,7	29,6	46,3	53,2
Podatek dochodowy	0,2	1,0	2,2	1,9	4,5	9,4	10,7
Zysk netto	0,4	2,5	4,9	12,9	24,2	36,1	41,6
Zysk netto skoryg. o goodwill	0,4	2,5	4,9	13,1	24,9	39,2	44,7
EPS	0,09	0,58	1,13	3,00	5,08	7,56	8,73
EPS skorygowany o goodwill	0,09	0,58	1,13	3,03	5,23	8,22	9,38
Marża brutto na sprzedaży	7,2%	7,7%	6,7%	9,0%	9,0%	9,3%	9,4%
Marża operacyjna	2,0%	3,0%	4,7%	6,5%	6,6%	5,8%	5,9%
Marża netto	0,3%	1,3%	2,6%	3,9%	4,6%	3,9%	4,1%
Bilans	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Aktywa obrotowe	23,0	32,4	58,5	96,9	124,5	184,7	215,7
środki pieniężne	0,2	1,2	1,6	34,1	24,8	53,0	71,2
należności handlowe	19,7	25,3	49,1	45,4	72,3	97,8	107,3
zapasy	3,0	4,4	5,1	16,2	25,8	31,4	34,5
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,1	2,7	0,7	1,1	2,0	2,2
Aktywa trwałe	25,4	105,0	104,3	114,6	132,6	137,5	134,3
rzeczowe aktywa trwałe	25,4	26,6	47,8	80,7	114,0	161,3	162,4
inwestycje długoterminowe	0,0	4,2	10,4	9,0	9,0	9,0	9,0
wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,9	1,4
należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wartość firmy z konsolidacji	0,0	0,0	0,0	14,5	13,8	10,6	7,5
Aktywa	48,4	63,2	116,9	201,3	261,8	366,8	396,3
Zobowiązania krótkoterminowe	19,8	32,8	44,0	47,1	61,7	98,9	106,4
zadłużenie bankowe	12,7	19,0	24,0	22,4	22,4	22,4	22,4
zobowiązania handlowe	5,5	12,1	16,2	19,1	30,5	60,9	66,9
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	4,9	16,4	27,9	27,3
Zobowiązania długoterminowe	5,3	4,4	16,7	41,0	41,0	44,3	24,3
zadłużenie bankowe	5,3	4,4	14,5	40,0	40,0	43,3	23,3
pozostałe zobowiązania długoter.	0,0	0,0	2,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Rezerwy	0,0	0,1	0,8	0,3	0,5	0,9	1,0
Kapitał własny	23,3	25,8	55,5	105,7	139,0	190,8	232,5
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	2,4	3,2	4,1	4,9
Pasywa	48,4	63,2	116,9	201,3	261,8	366,8	396,3
Cash-flow	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Cash flow operacyjny	8,6	4,2	12,6	1,9	20,2	62,8	52,4
Cash flow z dział. inwestycyjnej	-26,4	-8,5	-23,7	-47,9	-38,6	-53,7	-14,2
Cash flow z dział. finansowej	18,0	5,4	11,6	78,4	9,1	19,1	-20,0
Cash flow razem	0,2	1,0	0,5	32,3	-9,3	28,2	18,2
Gotówka na pocz. okresu	0,0	0,2	1,1	1,8	34,1	24,8	53,0
Gotówka na koniec okresu	0,2	1,2	1,6	34,1	24,8	53,0	71,2

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Indykpol

Reuters: IPOL.WA Bloomberg: IND PW

9 września 2004

Wzrost w przetwórstwie w pełni zdyskontowany

Rozpoczynamy analizy Indykpolu z rekomendacją Trzymaj

Oczekujemy, że w 2 poł. 2004 Indykpol poprawi marżę i zwiększy wysokość zysków, jako rezultat spadku kosztów surowca, głębszego niż spadek cen wyrobów (trend odwrotny do obserwowanego w 2 kw. 04). Uważamy jednak, że cena akcji Indykpolu dyskontuje spodziewaną poprawę wyników spółki. Rozpoczynamy analizowanie Indykpolu z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową 91 zł na akcję na koniec 2004.

Spodziewamy się, że wyniki finansowe Indykpolu w 2 poł. 04 ulegną zdecydowanej poprawie w stosunku do roku 1 poł. 04. Obserwowany trend spadku cen surowca przy oczekiwanej niewielkiej obniżce cen produktów pozwoli odbudować marżę na poziomie operacyjnym. Dodatkowo prowadzona restrukturyzacja sieci sprzedaży powinna przynieść w 2004 roku 21% wzrostu przychodów ze sprzedaży produktów o najwyższej wartości dodanej.

Akcesja Polski do Unii Europejskiej nie spowodowała gwałtownego wzrostu zysków Indykpolu. Przeciwnie, podobnie do innych przetwórców mięsa wyniki spółki w 2kw.2004 były trochę rozczarowujące: wzrost cen surowca, który nie został w całości przeniesiony na klientów spowodował spadek marży operacyjnej do 3,9% w 2kw.04 z 4,1% w 2kw.03. Nieograniczony dostęp do rynku europejskiego powinien jednak zapewnić spółce długofalowe korzyści: w 2kw.04 eksport wyrobów przetworzonych wzrósł o 72,4% r/r.

Dokonałiśmy zmian w naszych prognozach wyników finansowych spółki, jednak dotyczą one głównie zmiany sposobu księgowania wpływów z SAPARD'u, które mają wynieść 5,6 mln zł w 2004 i 12,9 mln zł w 2005. Nasze prognozy raportowanego zysku netto obniżyliśmy o 23,8% do PLN 15,2 mln zł dla roku 2004 i 38,7% do PLN 16,7 mln zł dla roku 2005.

P/E na dla Indykpolu kształtuje się na poziomie 18,6x na 2004 i 16,9x na 2005. Za pomocą modelu DCF wyceniamy aktualną wartość godziwą Indykpolu na 88 zł na akcję, 2,8% poniżej bieżącej ceny rynkowej. Inicjujemy analizy Indykpolu z rekomendacją Trzymaj i ceną docelową koniec roku w wysokości 91 zł.

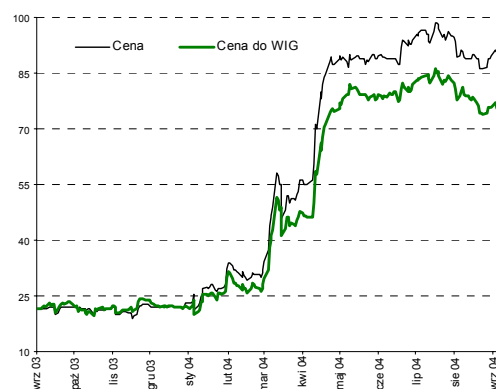
Indykpol: Podsumowanie wyników finansowych i prognozy

W milionach złotych, o ile nie poda no inaczej

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	513,2	560,1	622,5	666,7	711,7
EBITDA	25,1	48,1	43,6	44,7	48,5
Zysk operacyjny	12,2	32,9	30,9	30,2	33,5
Zysk netto	1,1	11,2	15,2	16,7	21,5
EPS (PLN)	0,36	3,60	4,85	5,36	6,87
P/E (x)	249,4	25,1	18,6	16,9	13,2
EV/EBITDA (x)	14,6	7,8	8,6	8,0	7,2

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Trzymaj
Cena (zł, 7 września 2004)	90,5
Wartość godziwa (zł, aktualna)	88,0
Cena docelowa (zł, koniec 2004)	91,0
Kapitalizacja (mln zł)	282,8
EV (mln zł)	376,0
Free float (%)	47,5%
Liczba akcji (aktualna, mln)	3,1
Średni dzienny obrót (3 mies.) (akcje)	2,1 tys.
EURPLN	4,38
USDPLN	3,62



Wykres relatywny mierzy zachowanie kursu akcji spółki wobec indeksu WIG. 7 września 2004 WIG zamknął się na poziomie 24 838,55.

Zmiana kursu	Do WIG	Absolutna
1mies.	-2,9%	1,6%
3mies.	-4,2%	0,6%
12mies.	252,7%	322,9%

Główni udziałowcy	% kapitału
Rolmex	52,5
BZ WBK	11,0

Opis spółki

Indykpol jest liderem na polskim rynku mięsa i przetworów z indyka

Dział analiz

Łukasz Wachelko

+48 22 586 81 59; lukasz.wachelko@bzbwbk.pl

Tomasz Krukowski, CFA

+48 22 586 81 93; tomasz.krukowski@bzbwbk.pl

Pozycja rynkowa

Lider na polskim rynku indyka

Indykpol jest zdecydowanym liderem na polskim rynku mięsa i przetworów indyczych. Spółka posiada ok. 24% udziału rynkowego czterokrotnie większy od udziału największych konkurentów.

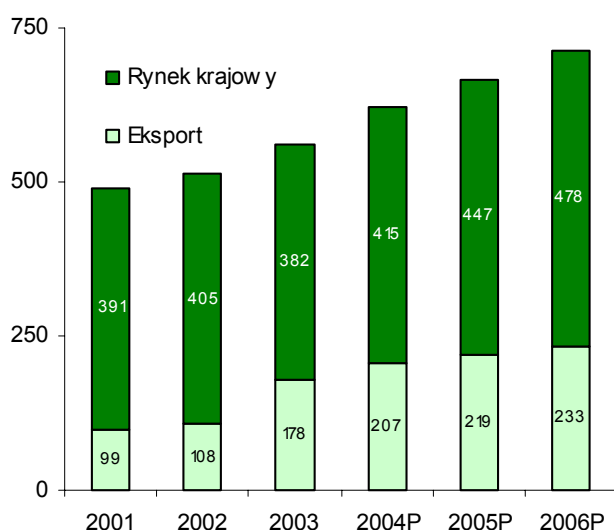
Portfel produktów

26,5% udziału przetworów w przychodach w 2003, wzrosło, wg nas, do 33,2% w 2006

Udział mięs i przetworów w całości sprzedaży Indykpolu wynosił w 2003 roku odpowiednio 59,3% i 26,5%. Pozostałe 14,1% przychodów wiązało się z działalnością spółki w zakresie hodowli i wspomagania hodowli indyków. W roku 2004 oczekujemy wzrostu znaczenia wyrobów o wyższej wartości dodanej do 28,9% kosztem mięsa (-1,3pp do 58,0%) i innych (-0,9pp do 13,2%). Tendencja wzrostowa w udziale produktów przetworzonych będzie, według nas utrzymana w kolejnych latach.

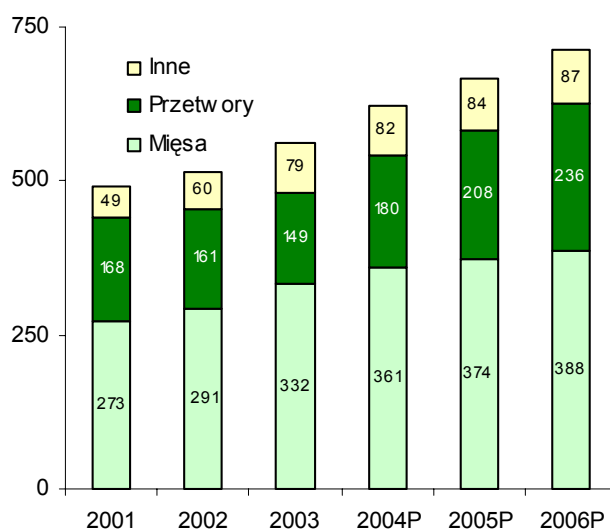
W rezultacie oczekujemy poprawy marży brutto z 16,6% w 2004P do 16,8% w 2006P.

Fig. 19. Indykpol: Produktowa struktura sprzedaży
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Fig. 20. Indykpol: Geograficzna struktura sprzedaży
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Eksport

Wzrost eksportu w 2 kw. 2004 r/r o 8,6%

W 2 kw. 2004 eksport Indykpolu wyniósł 38 mln zł co oznacza wzrost o 8,6% w porównaniu do 2 kw. 2003. Niska dynamika wzrostu spowodowana była, w znacznej mierze, bardzo wczesnym wyczerpaniem kontyngentu bezcłowego. Jednocześnie eksport wyrobów przetworzonych wzrósł r/r o 72,4% do 10,3 mln zł.

Oczekiwany wzrost udziału eksportu z 31,7% w 2003 do 33,3% w 2004

Na rok 2004 prognozujemy wzrost wartości eksportu o 16,7% do 207,4 mln zł. Szacujemy, że udział sprzedaży eksportowej w ogóle przychodów wzrosło w 2004 do 33,3%.

Prognozy wyników

W związku ze zmianą sposobu księgowania dotacji z funduszy unijnych, aktualizacją założeń makroekonomicznych, prognoz kursów walutowych oraz 10% wzrostem cen drobiu od początku roku zmieniliśmy nasze prognozy wyników Indykpolu.

Wzrost prognoz przychodów: +2,2% w '04, +3,4% w '05 i +4,0% w '06

Nasze szacunki przychodów w 2004 roku podwyższyliśmy do 622,5 mln zł (2,2%) a w latach kolejnych, odpowiednio, o 3,4% i 4,0% do 666,7 mln zł w 2005 i 711,7 mln zł w 2006.

Zmiana sposobu księgowania dotacji z UE...

Księgowanie wpływów z SAPARD'u (5,6 mln zł w 2004 i 12,9 mln zł w 2005) w rozliczeniach międzykresowych i rozbić przychodów z tego tytułu na, szacowane przez nas, 8 lat zamiast natychmiastowego wliczenia do pozostałych przychodów operacyjnych oraz wzrost kosztów surowca obniżający marże brutto na sprzedaży są głównymi przyczynami obniżenia zysku operacyjnego o, odpowiednio, 9,6% i 23,6% w 2004 i 2005. Jednocześnie podnosimy naszą prognozę zysku operacyjnego w 2006 z 30,7 mln zł do 33,5 mln zł (+9,2%).

...powoduje obniżenie prognoz zysków

W efekcie zmieniamy nasze prognozy zysku netto Indykpolu o, odpowiednio, -23,8% do 15,2 mln zł, -38,7% do 16,7 mln zł oraz +11,2% do 21,5 mln zł w 2004, 2005 i 2006.

Fig. 21: Indykpol: Zmiany prognoz wyników finansowych
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2004P			2005P			2006P		
	Nowe	Stare	% zmiana	Nowe	Stare	% zmiana	Nowe	Stare	% zmiana
Przychody	622,5	608,9	2,2%	666,7	644,5	3,4%	711,7	684,5	4,0%
Zysk brutto na sprzedaży	102,5	99,1	3,4%	110,6	106,6	3,7%	119,5	115,7	3,3%
EBITDA	43,6	49,2	-11,3%	44,7	55,1	-18,9%	48,5	45,9	5,7%
Zysk operacyjny	30,9	34,2	-9,6%	30,2	39,5	-23,6%	33,5	30,7	9,2%
Zysk netto	15,2	19,9	-23,8%	16,7	27,3	-38,7%	21,5	19,3	11,2%
Marża brutto	16,5%	16,3%	0,2%	16,6%	16,5%	0,0%	16,8%	16,9%	-0,1%
Marża EBITDA	7,0%	8,1%	-1,1%	6,7%	8,5%	-1,8%	6,8%	6,7%	0,1%
Marża operacyjna	5,0%	5,6%	-0,6%	4,5%	6,1%	-1,6%	4,7%	4,5%	0,2%
Marża netto	2,4%	3,3%	-0,8%	2,5%	4,2%	-1,7%	3,0%	2,8%	0,2%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

DCF

Wycena Indykpolu metodą DCF implikuje wartość kapitałów własnych spółki na poziomie 248 mln zł, co daje aktualną wartość godziwą 88 zł na akcję. Nasza cena docelowa akcji Indykpolu na koniec 2004 roku wynosi 91 zł.

Fig. 22: Indykpol: Wycena DCF

W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

	2000	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	386	490	513	560	623	667	712	754	800	852	901	952	1004	1059
EBIT z wył. SAPARDU	11	11	12	33	30	28	31	34	39	41	43	46	48	50
SAPARD	0	0	0	0	6	13	0	0	0	0	0	0	0	0
Podatek	3	4	4	8	7	5	6	6	7	8	8	9	9	10
NOPAT	8	6	8	25	29	36	25	28	32	34	35	37	39	41
Amortyzacja	9	11	12	15	13	15	15	15	10	11	13	14	15	17
Zmiana w kapitale pracującym	14	0	12	13	7	5	5	5	5	6	6	6	6	6
Wydatki inwestycyjne	32	18	14	38	30	20	12	10	11	11	12	14	15	17
Inwestycje netto	37	7	13	36	25	11	3	0	6	6	6	6	6	6
Wolne przepływy pieniężne	-29	-1	-6	-11	5	25	23	28	26	27	30	31	33	35
WACC (2003-20012)					9,8%									
Wartość obecna FCF 2003-2012					138									
Wzrost rezydualny					2,5%									
Wartość rezydualna (TV)					471									
Wartość obecna TV					204									
Suma EV					342									
Dług netto					93									
Wartość kapitału					248									
Liczba akcji (mln)					3,1									
Wartość na akcję (zł, 1 sty. 2004)					79									
Miesiąc					9									
Aktualna wartość na akcję (zł)					88									
Cena docelowa na akcję (zł)					91									
Wzrost przychodów	51,8%	26,8%	4,8%	9,1%	11,1%	7,1%	6,7%	5,9%	6,1%	6,5%	5,8%	5,6%	5,5%	5,4%
Wzrost EBIT	155,5%	-3,8%	15,4%	170,2%	-8,2%	-7,8%	12,0%	9,1%	14,5%	6,1%	5,1%	5,0%	5,1%	4,9%
Wzrost NOPAT	87%	-23%	30%	209%	19%	22%	-29%	9%	14%	6%	5%	5%	5%	5%
Wzrost FCF	44%	-97%	489%	104%	-141%	444%	-8%	21%	-6%	6%	8%	6%	5%	5%
Marża EBIT	2,8%	2,2%	2,4%	5,9%	4,9%	4,2%	4,4%	4,5%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Marża NOPAT	2,1%	1,3%	1,6%	4,4%	4,7%	5,4%	3,6%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%
Wyd. inwest. /przychody	8%	4%	3%	7%	4,9%	3,0%	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%
Zm. w Kap. Obr./Przychody	3,6%	0,0%	2,3%	2,3%	1,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Zm. w Kap. Obr./Zmian w przych.	10%	0%	51%	27%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Indykpol: Dane finansowe i prognozy

Fig. 23: Indykpol: Prognozy skonsolidowanych wyników finansowych
W milionach złotych, o ile nie podano inaczej

Rachunek wyników	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przychody	263,2	254,6	386,3	489,9	513,2	560,1	622,5	666,7	711,7
Zysk brutto na sprzedaży	40,7	38,2	60,6	68,4	70,8	96,7	102,5	110,6	119,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	35,9	36,5	54,8	62,4	65,1	67,1	80,9	86,7	92,5
EBITDA	10,6	7,8	21,5	21,0	25,1	48,1	43,6	44,7	48,5
Zysk operacyjny	6,9	4,3	11,0	10,6	12,2	32,9	30,9	30,2	33,5
Koszty finansowe (przychody) netto	6,8	7,1	5,8	4,2	8,2	12,2	8,5	7,5	5,3
Zysk brutto	1,7	-1,5	4,5	5,3	2,8	19,7	21,4	21,8	27,7
Podatek dochodowy	0,4	0,0	0,5	2,5	1,7	6,5	5,0	3,7	4,8
Zysk netto	-0,8	-2,9	4,4	3,6	1,1	11,2	15,2	16,7	21,5
Wycena porówna	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Marża brutto na sprzedaży	15,5%	15,0%	15,7%	14,0%	13,8%	17,3%	16,5%	16,6%	16,8%
Marża operacyjna	2,6%	1,7%	2,8%	2,2%	2,4%	5,9%	5,0%	4,5%	4,7%
Marża netto	-0,3%	-1,1%	1,1%	0,7%	0,2%	2,0%	2,4%	2,5%	3,0%
Bilans	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Aktywa obrotowe	79,1	81,2	87,7	105,0	104,3	114,6	132,6	137,5	134,3
środki pieniężne	2,7	3,4	5,9	3,7	4,5	6,7	5,6	5,7	-4,6
należności handlowe	22,6	23,4	43,4	44,6	51,0	72,4	80,4	86,1	92,0
zapasy	26,6	21,9	31,4	31,3	37,3	36,2	40,3	43,1	46,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	1,5	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0
Aktywa trwałe	79,1	81,2	87,7	105,0	104,3	114,6	132,6	137,5	134,3
rzeczowe aktywa trwałe	48,6	50,1	69,9	80,2	81,3	104,3	121,6	127,1	124,1
inwestycje długoterminowe	27,3	26,2	10,2	22,1	19,6	7,2	7,2	7,2	7,2
wartości niematerialne i prawne	2,9	2,8	4,8	1,7	1,4	1,6	1,9	2,2	2,6
należności długoterminowe	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	131,8	131,1	169,5	191,8	201,8	242,4	271,8	285,7	281,2
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	64,6	89,1	75,7	60,8	120,5	123,3	110,5	94,7
zadłużenie bankowe	20,2	33,1	40,0	23,7	12,4	67,7	64,7	47,7	27,7
zobowiązania handlowe	13,5	19,7	35,4	36,5	37,0	44,6	49,5	53,0	56,6
Rozliczenia międzyokresowe	9,1	6,1	5,6	4,7	4,5	5,5	11,7	19,4	7,0
Zobowiązania długoterminowe	24,3	18,8	22,4	53,0	77,0	32,1	32,1	32,1	32,1
zadłużenie bankowe	23,3	18,6	22,4	53,0	77,0	32,1	32,1	32,1	32,1
pozost. Zobow. długoterminowe	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	1,4	1,2	0,4	5,2	5,1	7,7	11,7	12,5	13,4
Kapitał własny	40,6	37,7	50,1	53,2	53,0	64,7	79,9	96,6	118,1
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	1,8	0,0	1,3	11,8	13,1	14,4	15,8
Pasywa	131,8	131,1	169,5	191,8	201,8	242,4	271,8	285,7	281,2
Cash-flow	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Cash flow operacyjny	b/d	18,0	11,0	14,0	16,3	30,0	31,7	37,0	21,6
Cash flow z dział. inwestycyjnej	b/d	-11,0	-8,1	-28,2	-7,0	-15,7	-29,7	-19,9	-11,9
Cash flow z dział. finansowej	b/d	-6,3	-1,0	12,6	-8,5	-12,2	-3,0	-17,0	-20,0
Cash flow razem	b/d	0,7	1,9	-1,6	0,8	2,1	-1,0	0,1	-10,3
Gotówka na pocz. okresu	b/d	2,7	3,4	5,3	3,7	4,5	6,7	5,6	5,7
Gotówka na koniec okresu	b/d	3,4	5,3	3,7	4,5	6,7	5,6	5,7	-4,6

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Załącznik 1: Polski rynek mięsa

Mięso

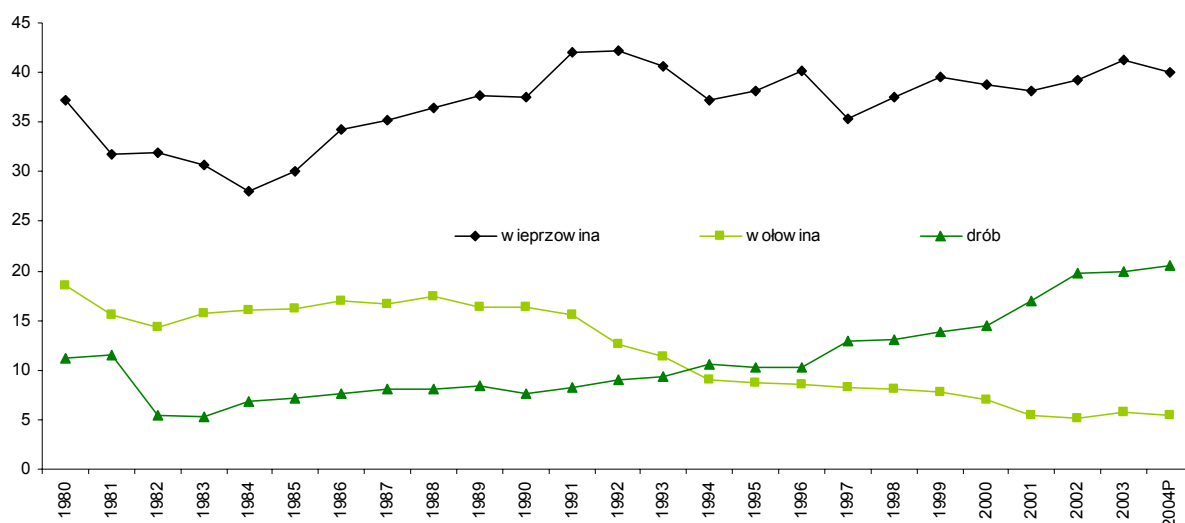
Spżycie mięsa o 12,5% niższe niż w krajach UE 15

Spżycie mięsa w Polsce rośnie od 1997 roku średnio o 2,7% rocznie. W 2004 roku, według danych IERiGŻ, spżycie wszystkich gatunków mięsa wyniosło 72,4kg/os, o około 12,5% mniej niż średnia w krajach Piętnastki, ale więcej niż np. w Wielkiej Brytanii, Grecji czy Finlandii. Na rok 2004 w związku ze skokowym wzrostem cen mięsa IERiGŻ prognozuje spadek spżycia mięsa w Polsce o ok. 2% do 71kg/os.

Rośnie znaczenie drobiu kosztem wołowiny

Na przestrzeni ostatnich 25 lat zmieniły się również preferencje dotyczące rodzajów spżycanego mięsa. Od początku lat 90-tych obserwowany jest trend wzrostowy w spżyciu mięsa drobiowego. Wypiera ono produkty pochodzenia wołowego, podczas gdy spżycie mięsa wieprzowego, jest stosunkowo stałe.

Fig. 24. Polska: Roczne spżycie wieprzowiny, wołowiny i drobiu
W kg na mieszkańca



Źródło: IERiGŻ, DM BZ WBK

Rekordowa produkcja mięsa w 2003

Rok 2003 był rekordowy pod względem produkcji żywca, która osiągnęła 4283 tys. ton, o 9,4% więcej niż w 2002. Największą dynamikę zanotowano na rynku mięsa wołowego, którego podaż, po czterech latach nieprzerwanych spadków, wzrosła o 13,2% do 591 tys. ton. Produkcja mięsa wieprzowego wzrosła o 8,9% do 2832 tys. ton. Trwający od 1997 roku trend wzrostowy na rynku drobiu został podtrzymany. Produkcja drobiu zwiększyła się o 8,3% do 860 tys. ton.

IERiGŻ prognozuje spadek produkcji w 2004-05

Według szacunków IERiGŻ oraz naszych prognoz, słabnący wzrost produkcji mięsa białego nie zrównoważy malejącej produkcji mięsa czerwonego w latach 2004 i 2005. Szacujemy, że obecny i następny rok przyniosą spadki produkcji mięsa, odpowiednio o 4,8% i 3,4%.

Fig. 25. Polska: Produkcja mięsa

W tys. ton

	Wieprzowina	Wołowina	Drób	Razem
1996	2 657,0	745,0	410,0	3 812,0
1997	2 430,0	771,0	474,0	3 675,0
1998	2 601,0	805,0	520,0	3 926,0
1999	2 675,0	710,0	574,0	3 959,0
2000	2 500,0	635,0	584,0	3 719,0
2001	2 419,0	562,0	695,0	3 676,0
2002	2 600,0	522,0	794,0	3 916,0
2003	2 832,0	591,0	860,0	4 283,0
2004P	2 630,0	559,0	890,0	4 079,0
2005P	2 520,0	503,1	916,7	3 939,8

Źródło: Szacunki IERiGŻ, DM BZ WBK

Przetwory

Malejące spożycie przetworów mięsnych na rynku krajowym...

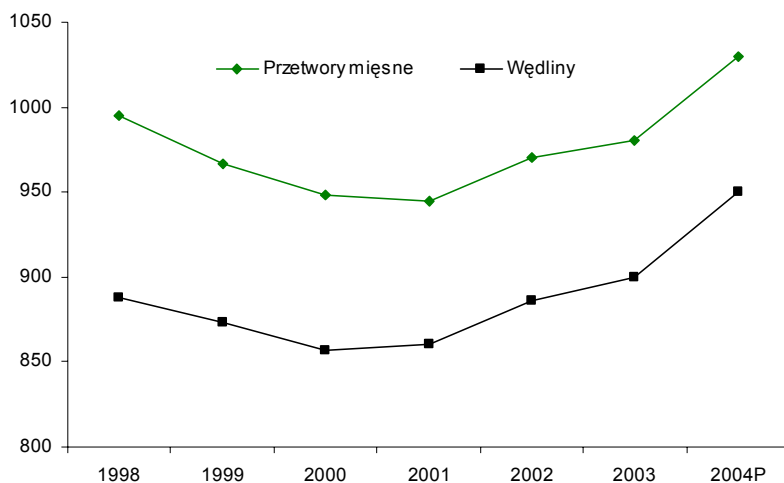
W przeciwieństwie do mięsa spożycie przetworów mięsnych w Polsce nie wzrasta. W 2003 wyniosło 26,4kg/os, o 2,2% mniej niż w 2000. Do 40,1% w 2003 z 40,7% w 2002 zmniejszył się udział przetworów w całości spożytego mięsa. Przedstawiciele branży mięsnej prawidłowość tę uzasadniają stopniowym odchodzeniem Polaków od niskiej jakości przetworów zawierających znaczne ilości dodatków chemicznych oraz relatywnie niewielki procent białka. Naszym zdaniem tendencja ta w najbliższych latach nie ulegnie zmianie.

...jest neutralizowane przez rosnący eksport

Spadek popytu krajowego na przetwory mięsne neutralizowany jest wpływem rosnącego eksportu. Produkcja przetworów mięsnych w 2003 wzrosła o 1,0% do 980 tys. ton, w tym wędlin o 1,6% do 900 tys. ton. Na rok 2004 w związku z większą sprzedażą na rynek europejski IERiGŻ przewiduje 5,6% wzrost produkcji wędlin i 5,1% wzrost całej produkcji przetworów mięsnych.

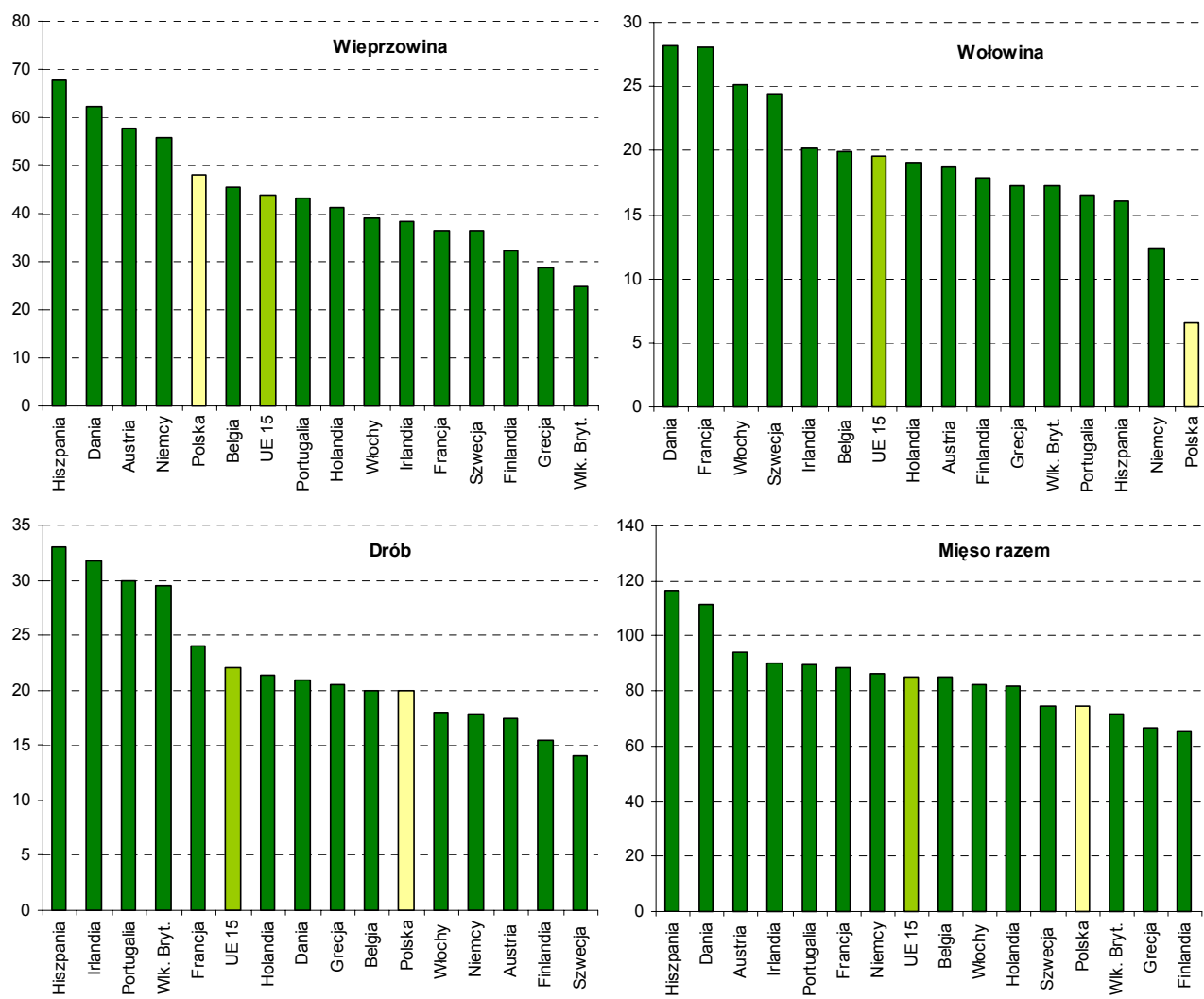
Fig. 26. Polski rynek przetworów mięsnych: Produkcja

W tys. kg



Źródło: IERiGŻ, DM BZ WBK

Fig. 27. Unia Europejska: Roczne spożycie mięsa i tłuszczu wieprzowego, wołowego i drobiowego w 2003 roku
W kg na mieszkańca



Źródło: IERIGŻ, DM BZ WBK

Załącznik 2: Programy pomocowe UE

Ponad 2 mld EUR pomocy publicznej w 2004-2006...

W latach 2004-2006 z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej i polskiego budżetu do polskiego przemysłu rolno-spożywczego może trafić ponad 2 mld EUR. Dotacje te realizowane będą poprzez dwa sektorowe programy operacyjne, tj. program „Restrukturyzacja i modernizacja sektora żywnościowego i rozwój obszarów wiejskich” (SPO ROL) oraz „Rybołówstwo i przetwórstwo ryb” (SPO RYB).

SPO ROL

1,8 mld EUR dotacji w latach 2004-2006...

Najistotniejszym z punktu widzenia polskich spółek mięsnych programem pomocowym jest SPO ROL, w ramach którego przewidziano dopłaty w łącznej 1,8 mld EUR, z czego 67% (1,19 mld EUR) pochodzić ma z UE, 32% (568,96 mln EUR) z polskiego budżetu i 1% (22,5 mln EUR) z budżetów jednostek samorządu terytorialnego. Przewidywany wkład sektora prywatnego szacowany jest na 945,3 mln EUR. Łączna wartość środków zmobilizowanych w ramach SPO ROL może sięgnąć 2,7 mld EUR.

oznacza do 20 mln zł na przedsiębiorstwo

Bezpośredni wpływ na funkcjonowanie spółek z branży spożywczej będzie miało działanie „Poprawa przetwórstwa i marketingu artykułów rolnych”, które zakłada dotacje dla firm w wysokości od 30 tys. zł do 20 mln zł, czyli dwukrotnie wyższe niż poprzednio przyznawana pomoc z programu SAPARD. Dotacje przyznawane będą na pokrycie maksymalnie 50% kosztów kwalifikowanych. Wsparcie będzie wypłacane w formie refundacji, tj. po zakończeniu projektu.

Pomocą finansową mogą zostać objęte koszty:

- budowy, modernizacji lub przebudowy budynków lub budowli
- zakupu lub instalacji maszyn lub urządzeń do przetwarzania, magazynowania lub przygotowania produktów do sprzedaży
- zakupu lub instalacji aparatury pomiarowej, kontrolnej oraz sprzętu do sterowania procesem produkcji lub magazynowania, w tym oprogramowanie
- zakupu specjalistycznych środków transportu
- zakupu lub instalacji urządzeń służących poprawie ochrony środowiska.

Dom Maklerski BZWBK SA

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
fax. (+48) 22 586 81 02

Dział Analiz

Tomasz Bardziłowski, CFA, Dyrektor <i>Sektor: Nafta i Gaz, Górnicтво, Media, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.bardzilowski@bzwbk.pl
Marcin Jablczynski <i>Sektor: Banki, Farmaceutyczny</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	marcin.jablczynski@bzwbk.pl
Tomasz Krukowski, CFA <i>Sektor: IT, Budownictwo, Inne</i>	tel. (+48) 22 586 81 93	tomasz.krukowski@bzwbk.pl
Lukasz Wachelko <i>Sektor: Części samochodowe, Przemysł Spożywczy, Inne</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	lukasz.wachelko@bzwbk.pl
Marcin Szortyka, Asystent	tel. (+48) 22 586 81 92	marcin.szortyka@bzwbk.pl

Zespół Sprzedaży Instytucjonalnej

Filip Paszke, Dyrektor Sprzedaży	tel. (+48) 22 586 80 84	filip.paszke@bzwbk.pl
Grzegorz Kolodziejczyk, Dyrektor Tradingu	tel. (+48) 22 586 80 96	grzegorz.kolodziejczyk@bzwbk.pl
Paweł Czupryński	tel. (+48) 22 586 80 90	pawel.czuprynski@bzwbk.pl
Lukasz Mitan	tel. (+48) 22 586 80 87	lukasz.mitan@bzwbk.pl

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Zgodnie z wymogami należytej staranności zapewnia się, że przytoczone w tym dokumencie okoliczności faktyczne są zgodne z prawdą, a prognozy i opinie są słuszne i uzasadnione, natomiast DM BZ WBK nie zwerifikował w sposób niezależny wszystkich informacji zawartych w tym dokumencie. W związku z tym, żadne wyraźne i dorozumiane oświadczenia nie odnoszą się do słuszności, prawdziwości, zupełności i poprawności informacji i opinii zawartych w tym dokumencie. Nikt nie może być odpowiedzialny za jakkolwiek szkodę wynikającą z korzystania z tego dokumentu i z jego treści lub pozostającą z nim w jakikolwiek związku.

Niniejszy raport jest adresowany wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (zgodnie z definicją inwestora kwalifikowanego zawartą w Ustawie Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi z 21.08.1997 art. 4 p. 21) i nie jest skierowany ani przeznaczony do dystrybucji lub użytkowania przez osoby fizyczne będące obywatelami lub rezydentami oraz osoby prawne posiadające lokalizację w miastach, stanach, krajach lub innych jurysdykcjach, w których dystrybucja, publikowanie, udostępnianie lub korzystanie z takich informacji byłoby niezgodne z prawem lub obowiązującymi regulacjami, lub, które wymagałyby od Domu Maklerskiego BZ WBK ("DM BZ WBK") dopełnienia obowiązku rejestracji lub uzyskania licencji na terenie takiej jurysdykcji. Wszystkie materiały zaprezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie podano wyraźnie inaczej, są objęte prawami autorskimi DM BZ WBK. Żaden z materiałów, jego treść lub kopia nie mogą być modyfikowane w żaden sposób, ani też przekazywane, kopiowane lub dystrybuowane osobom trzecim, bez uprzedniej, pisemnej zgody DM BZ WBK. Wszystkie znaki handlowe, znaki usług i logotypy wykorzystane w niniejszym raporcie stanowią znaki handlowe i usługowe lub zastrzeżone znaki handlowe lub usługowe DM BZ WBK.

Informacje, narzędzia i materiały zawarte w niniejszym raporcie są udostępniane odbiorcom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinny być wykorzystywane w charakterze lub traktowane jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. DM BZ WBK nie jest zobowiązany do podążania za jakikolwiek kroków w celu zapewnienia, że opisywane w niniejszym raporcie walory są odpowiednie dla konkretnego inwestora. DM BZ WBK nie będzie traktował odbiorców tego raportu jako swoich klientów, wyłącznie ze względu na fakt otrzymania tego raportu. Inwestycje lub usługi opisywane lub wspomniane w niniejszym raporcie mogą nie być odpowiednie dla danego inwestora a w przypadku jakichkolwiek wątpliwości związanych z przedmiotowymi inwestycjami lub usługami inwestycyjnymi zaleca się skorzystanie z usług niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden element niniejszego raportu nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej ani gwarancji, że dana inwestycja lub strategia jest odpowiednia lub właściwa dla indywidualnych uwarunkowań konkretnego inwestora. Raport nie zawiera również personalnej rekomendacji dla żadnego konkretnego inwestora. DM BZ WBK nie doradza w zakresie podatkowych konsekwencji inwestycji i zaleca zasięgnięcie w tym celu porady niezależnego doradcy podatkowego. Proszę zwrócić szczególną uwagę na fakt, że podstawa i poziom opodatkowania może ulegać zmianie.

W opinii DM BZ WBK rekomendacja inwestycyjna została przygotowana z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Informacje i opinie zaprezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. DM BZ WBK nie będzie ponosił odpowiedzialności z tytułu strat poniesionych w związku z wykorzystaniem materiałów zaprezentowanych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem sytuacji, w których niniejsze wyłączenie odpowiedzialności nie będzie miało zastosowania, w zakresie, w jakim odpowiedzialność ta będzie uregulowana szczegółowymi aktami prawnymi lub przepisami mającymi zastosowanie do DM BZ WBK. Korzystając z niniejszego raportu, nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny. DM BZ WBK mógł w przeszłości opublikować i może również opublikować w przyszłości inne raporty odbiegające od informacji zaprezentowanych w niniejszym raporcie i dochodzące na ich podstawie do innych wniosków. Raporty te odzwierciedlają różne założenia, poglądy i metody analityczne opracowujących je analityków, a DM BZ WBK nie ma obowiązku dopilnować, aby odbiorcy niniejszego raportu zapoznali się z nimi.

DM BZ WBK może, w zakresie dozwolonym przez prawo, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe z emitentem (emitentami) papierów wartościowych stanowiących przedmiot niniejszego raportu, wykonywać usługi na rzecz lub ubiegać się o współpracę z takim emitentem oraz/ lub posiadać pozycję, udział lub inną formę partycypacji, lub dokonywać transakcji papierami wartościowymi opisanymi w niniejszym raporcie. Ponadto, może on kreować rynek papierów wartościowych wymienionych w materiałach zaprezentowanych w niniejszym raporcie. DM BZ WBK może, w zakresie dozwolonym przez prawo, działać w oparciu o oraz wykorzystywać informacje i opinie zawarte w tym raporcie oraz badania, na których są one oparte, przed opublikowaniem materiału. DM BZ WBK mógł w ciągu ostatnich trzech lat, występować w charakterze organizatora lub współorganizatora oferty publicznej papierów wartościowych na rzecz, lub może aktualnie organizować emisje na rynku pierwotnym na rzecz wszystkich lub niektórych z wymienionych w raporcie podmiotów. Jest również możliwe, że DM BZ WBK świadczy lub świadczył w ciągu ostatnich 12 miesięcy istotne usługi doradcze lub inwestycyjne związane z przedmiotową inwestycją lub innymi, powiązаныmi inwestycjami. Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie, pod warunkiem zobowiązania do zachowania poufności.

Wyniki osiągane w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazówka czy gwarancja wyników przyszłych a niniejszy raport nie zawiera żadnych zapewnień lub gwarancji, wyrażonych bezpośrednio lub pośrednio, dotyczących wyników w przyszłości. Informacje, opinie i prognozy przedstawione w niniejszym raporcie odzwierciedlają ocenę DM BZ WBK na dzień jej pierwszej publikacji i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Kurs, wartość oraz dochód z papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie mogą zarówno wzrosnąć jak i spaść. Wartość papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych podlega wahaniom związanym ze zmianami kursu walut, które mogą mieć pozytywny jak i negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich papierów wartościowych lub instrumentów finansowych. Inwestujący w takie papiery wartościowe jak Amerykańskie Kwity Depozytowe, których wartość związana jest z kursem waluty, przyjmują na siebie związane z tym ryzyko.

Proszę zwrócić uwagę, że analiza ta została pierwotnie opracowana i opublikowana przez DM BZ WBK z myślą o dystrybucji wśród Klientów- inwestorów profesjonalnych i instytucjonalnych. Odbiorcy, którzy nie są profesjonalnymi lub instytucjonalnymi inwestorami i Klientami DM BZ WBK powinni zasięgnąć porady niezależnego doradcy finansowego przed podjęciem decyzji inwestycyjnej w oparciu o ten raport lub w celu uzyskania wyjaśnień dotyczących jego treści.

Stabe i silne strony zastosowanych metod wyceny:

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych i powszechnie stosowanych w literaturze ekonomicznej. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Każda wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów. Wycena DCF – Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych, jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie, stabe strony to duża ilość parametrów, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą – opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mała ilość parametrów szacowanych przez analityka i zastosowanie danych rynkowych. Stabe strony to niepewność dotycząca właściwego doboru porównywalnych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny.

Informacje dodatkowe:

- DM BZ WBK nie należy do grupy kapitałowej do której należy emitent papierów wartościowych.
- DM BZ WBK w odniesieniu do papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, jest oferującym w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej, nabywa i zbywa papiery wartościowe na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego lub realizacją umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.
- DM BZ WBK nie posiada akcji emitenta w ilości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego, natomiast Bank BZ WBK posiada 373,5 tys. akcji Indykpol, co stanowi 11% kapitału zakładowego spółki.
- Nie istnieją powiązania finansowe o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych między podmiotem będącym przedmiotem rekomendacji i osobami przygotowującymi rekomendację lub ich osobami bliskimi.
- Osoby przygotowujące rekomendację nie pełnią i nie pełniły funkcji w organach emitenta będącego przedmiotem rekomendacji i nie zajmowały stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Jest możliwe, że DM BZ WBK mógł otrzymać wynagrodzenie od podmiotu będącego przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Po stronie DM BZ WBK może istnieć zamiar złożenia emitentowi papierów wartościowych będących przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej, ofert świadczenia usług na jego rzecz w ciągu najbliższych 3 miesięcy od daty sporządzenia niniejszej rekomendacji inwestycyjnej.

Nie istnieją inne istotne powiązania, występujące pomiędzy DM BZ WBK, osobami przygotowującymi rekomendację inwestycyjną i ich osobami bliskimi, a emitentem papierów wartościowych będących przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej.