

## Duda

### W oczekiwaniu na efekty przejęć

Duda pokazała zgodne z oczekiwaniami bardzo dobre wyniki finansowe za IV kwartał. Najbliższe miesiące będą przebiegały pod znakiem finalizacji głównych przejęć w Polsce i na Ukrainie oraz porządkowania grupy kapitałowej. Nie bez znaczenia dla przyszłych wyników pozostanie także decyzja rządu w sprawie ostatecznych zmian w ustawodawstwie dotyczącym produkcji biopaliw. Z uwagi jednak na niepewność co do przyszłej opłacalności tej działalności nie uwzględniamy jej w naszej wycenie. Biorąc pod uwagę aktualny kurs akcji oraz nasze prognozy, zalecamy neutralne nastawienie do walorów spółki z ceną docelową 12.7 PLN.

poprzednia rekomendacja: kupuj

**neutralnie**

Cena (12/03/2007)	13.9
Cena docelowa	12.7

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2006	1 041.2	63.5	83.1	60.6	50.4	1.0	1.5	5.6	23.9	2.5	10.8	8.3	18.8
2007p	1 572.8	81.6	107.6	77.9	63.1	0.7	0.9	4.9	21.2	2.8	18.0	13.6	13.3
2008p	2 012.8	106.4	138.6	103.1	83.5	0.9	1.2	5.8	16.0	2.4	13.8	10.6	14.9
2009p	2 169.1	118.8	154.3	114.7	92.9	1.0	1.3	6.2	14.4	2.3	12.3	9.5	15.6
2010p	2 308.3	131.0	167.3	127.2	103.0	1.1	1.4	6.5	13.0	2.2	11.1	8.7	16.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

### Wyniki IV kwartału

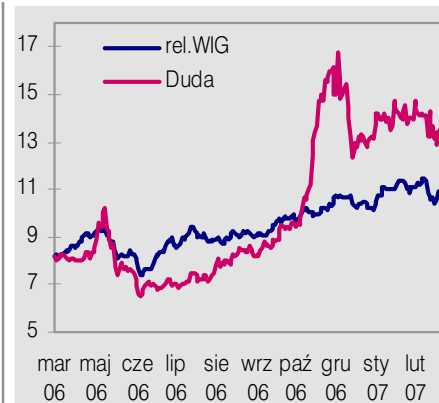
Spółka odnotowała w ostatnim kwartale ubiegłego roku rekordową sprzedaż, która wyniosła 284 mln PLN (+18.7% r/r). Pomimo niższego salda pozostałej działalności operacyjnej oraz finansowej, dynamika zysków na poziomie operacyjnym i netto była jeszcze wyższa, co było zasługą przede wszystkim poprawy rentowności brutto na sprzedaży (wzrost z 11.8% do 13.5% r/r). EBIT wzrósł o 67% (r/r) do 18.5 mln PLN, a zysk netto osiągnął wartość 13.2 mln PLN (+86% r/r). Na dobre wyniki omawianego okresu wpływ miał między innymi wzrost eksportu, którego udział w ogólnej wartości przychodów wyniósł 20.9% w porównaniu do 19.1% w całym 2006r. Zawarte w tym okresie kontrakty z podmiotami zagranicznymi pozwolą na dalsze zwiększanie sprzedaży eksportowej w kolejnych kwartałach.

### Finalizacja przejęć

W ostatnim czasie Duda dokonała finalizacji transakcji przejęcia spółki Stół Polski. Akwizycja doprowadzi do istotnych efektów synergii, zwłaszcza poprzez współpracę na rynku warszawskim, który był miejscem intensywnej wojny cenowej pomiędzy spółką przejętą a Maktonem (spółka zależna od Dudy). Niekorzystnie odbieramy natomiast przeciągające się negocjacje dotyczące finalizacji przejęcia ZPM i ZM Biernacki, których zakończenie przedłuży się do końca II kwartału 2007r. Oznacza to, iż zostaną one objęte konsolidacją dopiero od połowy bieżącego roku, co opóźni skokowe wzrosty wolumenów oraz integrację grupy kapitałowej. Z drugiej strony nie wykluczamy, że w zależności od osiągniętych przez te zakłady w 2006r. wyników finansowych, negocjacje te mogą doprowadzić do obniżenia wartości transakcji z korzyścią dla Dudy.

### Wycena

Biorąc pod uwagę obecną sytuację i dynamiczną strategię rozwoju spółki oraz aktualny kurs akcji, zalecamy neutralne nastawienie do walorów Dudy z ceną docelową 12.7 PLN, która jest średnią ważoną wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wyceny porównawczej. Bazując na waluacji DCF, akcje spółki szacujemy na 13.3 PLN. Wycena porównawcza do spółek zagranicznych daje średnią cenę jednego waloru na poziomie 12.1 PLN.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6.5/16.1
Liczba akcji (mln)	96.4
Kapitalizacja (mln PLN)	1 340
EV (mln PLN)	1 359
Free float (mln PLN)	583
Średni obrót (mln PLN)	7.0
Główny akcjonariusz	OFE PZU
% akcji, % głosów	9.65/9.65

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-0.5	-9.6	70.0
Zmiana rel. WIG (%)	1.0	-12.0	30.0

**Łukasz Kołaczkowski**

(022) 598 26 59

lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

**Marcin Materna, CFA**

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## Skonsolidowane wyniki finansowe

mIn PLN	IV kw '05	IV kw '06	%	2005	2006	%
Przychody	239.3	284.0	18.7%	870.0	1 041.2	19.7%
EBITDA	15.6	23.6	51.2%	53.7	83.1	54.5%
EBIT	11.1	18.5	66.9%	38.7	63.5	64.0%
Zysk netto	7.1	13.2	85.9%	27.1	50.4	86.1%
Marża EBIT	4.6%	6.5%	1.9%	4.5%	6.1%	
Marża EBITDA	6.5%	8.3%	1.8%	6.2%	8.0%	
Marża netto	3.0%	4.7%		3.1%	4.8%	

### Podsumowanie wyników

Przychody ze sprzedaży w IV kw. wzrosły o 18.7% (r/r) do 284 mln PLN, co była najwyższą wartością kwartalną w historii spółki. Negatywnie oceniamy wysokie koszty sprzedaży (+35% r/r), które jednak zrekompensowane zostały przez wyższą marżę brutto na sprzedaży (wzrost z 11.8% do 13.5% r/r) oraz niższe o 30% (r/r) koszty ogólnego zarządu. W efekcie wynik operacyjny wzrósł aż o 67% (r/r) do 18.5 mln PLN. Na poziom EBIT dodatkowo wpływ miało mniejsze niż przed rokiem saldo pozostałej działalności operacyjnej (4.8 mln PLN vs. 6.9 mln PLN w IVkw. 2005r.). Ostatecznie zysk netto wzrósł o 85.9% (r/r) do 13.2 mln PLN.

Na dobre wyniki spółki w ostatnim kwartale duży wpływ miał znaczny wzrost udziału eksportu do 20.91% (wyższe ceny w sprzedaży zagranicznej) ogółu przychodów grupy (19.13% w całym 2006r.). Tendencja ta potwierdza zapowiadaną przez spółkę politykę zwiększania udziału eksportu w przychodach do poziomu około 25%. Sprzedaż produktów poza granicami kraju okazała się istotna w warunkach dużej podaży żywca wieprzowego i niskich cen skupu trzody w IV kwartale 2006r. Duda została wybrana przez Agencję Rezerw Materiałowych jako jeden z podmiotów realizujących skup nadwyżek żywca wieprzowego na rynku, dzięki czemu może w przyszłości uzyskać dodatkowe przychody z tytułu skupu oraz przechowania na rzecz ARM.

### Perspektywy rozwoju spółki

#### Ukraina

Pomimo zniesienia embarga na eksport mięsa na Ukrainę, spółce nie opłaca się wysłać towaru do tego kraju głównie z powodu wysokich cel. Duda jest już obecna na tym rynku i rozwój opiera przede wszystkim na sprzedaży oferowanej przez spółki zależne już tam działające. W kwietniu powinno rozstrzygnąć się przejęcie podmiotu produkcyjnego o profilu działalności zbliżonym do PKM Duda. Rozwój na Ukrainie ma doprowadzić w długim terminie do zdobycia pozycji lidera w produkcji żywca wieprzowego na tym rynku.

#### Przejęcia w kraju

W dniu 1 marca 2007r. Duda dokonała zamknięcia transakcji przejęcia spółki Stół Polski Sp. z o.o. Akwizycja ma umożliwić osiągnięcie istotnych efektów synergii w segmencie handlowym między innymi wskutek wspólnej polityki zakupowej, logistycznej i sprzedażowej. Największe korzyści ma przynieść zwłaszcza współpraca na rynku warszawskim, który był miejscem wojny cenowej pomiędzy spółką przejętą a zależnym od Dudy Maktonem. Wymiana zarządu pod koniec 2006r. we wspomnianej spółce z pewnością ułatwi współpracę tych podmiotów.

Niekorzystnie odbieramy przedłużające się negocjacje dotyczące finalizacji przejęcia ZPM i ZM Biernacki, których zakończenie przewidujemy dopiero na koniec I półrocza 2007r. Oznacza to, iż konsolidacja przejmowanych podmiotów będzie miała miejsce dopiero w drugiej połowie bieżącego roku, co opóźni zapowiadane skokowe wzrosty wolumenów oraz integrację grupy kapitałowej. Duda, w zależności od finalnych wyników finansowych przejmowanych zakładów w 2006 roku, może jeszcze zyskać na obniżeniu wartości transakcji.

### **Biopaliwa**

Choć Duda już wybrała lokalizację i prowadzi wstępne prace inżynierskie do instalacji Bio-etanolu, uważamy, iż rozpoczęcie tej działalności przez spółkę jest nadal obciążone ryzykiem, głównie poprzez nierozstrzygnięte zmiany w ustawodawstwie. Ostatnie zapowiedzi rządu dotyczące poszukiwań rozwiązania problemu wsparcia finansowego dla producentów roślin energetycznych oraz biokomponentów pozwalają sądzić, iż taka działalność może być opłacalna w przyszłości. Z drugiej jednak strony nie wiadomo, jak Unia Europejska zareaguje na wypracowywany konsensus w tej sprawie. Z uwagi na brak ostatecznych decyzji i wciąż istniejące ryzyko nie uwzględniamy tej działalności spółki w naszej wycenie.

### **Poprawa marż**

Pomimo faktu, iż Duda w poszczególnych segmentach i spółkach zależnych będzie poprawiać marże, to jednak niższa rentowność spółek przejmowanych oraz szybko rosnącego segmentu handlowego może w najbliższych dwóch latach wyhamować wzrost marży brutto na sprzedaży dla całej grupy kapitałowej. Zakładamy, iż marża ta pozostanie na poziomie z 2006r. przez najbliższe dwa lata. W wyniku jednak relatywnie (jako % przychodów) spadających kosztów sprzedaży (głównie w wyniku efektów synergii i efektu skali) oraz kosztów ogólnego zarządu marże operacyjne powinny wzrosnąć. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było w 2006r. wyraźnie zawyżone przez jednorazową transakcję zmiany wyceny nieruchomości (+13 mln PLN), która przełożyła się na rekordową marżę netto. Z tego też względu począwszy od roku bieżącego rentowność netto będzie znacznie niższa od zanotowanej w roku poprzednim. Zakładamy, iż w 2007r. wyniesie ona 3.9%.

## Wycena

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych działających w tej samej branży. Wycena metodą DCF na bazie strumieni pieniężnych w latach 2007-2016 sugeruje wartość 13.3 PLN na akcję, natomiast wycena porównawcza 12.1 PLN na akcję.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość		Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna		
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	687	1 267	1163	12.1
Wycena DCF (mln PLN)			1284	13.3
<b>Wycena (mln PLN)</b>			<b>1223</b>	
<b>Wycena 1 akcji Dudy (PLN)</b>			<b>12.7</b>	

*Źródło: Millennium DM, \* średnia ważona - DCF - 50%, porównawcza do firm zagranicznych - 50%*

Wycenę ostateczną stanowi średnia ważona poszczególnych wycen uzyskanych z tych dwóch metod, która wynosi 12.7 PLN.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- Wzrost marży brutto na sprzedaży z 12.73% w 2006r. do 12.95% w 2010
- Utrzymanie kursu PLN w stosunku do EUR oraz USD
- Utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016r. - 5.0%. Założona stopa procentowa jest konserwatywna, z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej.
- Premia rynkowa za ryzyko - 5%
- Współczynnik *Beta* na poziomie 1.0.
- Długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) - 2%

## Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Wycena porównawcza bazuje na spółkach zagranicznych, działających w tej samej branży co Duda. Wycena oparta jest na trzech wskaźnikach: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E dla okresu 2006-2009. Z uwagi na wyższy potencjał rozwoju rynku polskiego w stosunku do rynków, na których działają spółki porównawcze, postanowiliśmy przyjąć 15% premię.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2006	2007p	2008p	2006	2007p	2008p	2006	2007p	2008p
HK-RUOKATALO OYJ-A SHS	11.85	6.03	5.23	28.45	11.85	9.24	20.15	14.91	11.30
CREMONINI SPA	6.30	5.87	6.41	8.78	9.21	10.14	30.06	18.02	20.81
ATRIA GROUP PLC	8.65	6.32	5.38	15.41	11.46	9.52	17.12	13.86	11.61
SARDUS AB	11.70	9.31	7.86	19.19	13.85	10.87	41.47	17.60	12.49
CAMPOFRIO ALIMENTACION SA	9.32	8.25	7.55	14.06	12.50	10.67	23.37	20.09	16.36
SMITHFIELD FOODS INC	9.25	8.86	8.22	13.92	15.16	15.53	18.80	17.46	15.17
PREMIUM STANDARD FARMS INC	4.44	6.37	5.61	6.96	17.81	10.07	12.10	19.48	22.16
Mediana	9.25	6.37	6.41	14.06	12.50	10.14	20.15	17.60	15.17
Wyniki spółki (mIn PLN)	83.1	107.6	138.6	63.5	81.6	106.4	50.4	63.1	83.5
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mIn PLN)	770	687	890	894	1021	1080	1016	1111	1267
<b>Wycena*</b>	<b>1163</b>								
<b>Wycena 1 akcji (PLN)*</b>	<b>12.1</b>								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A. \* Wycena uwzględniająca 15% premii w stosunku do firm zagranicznych

Wartość spółki obliczona metodą porównawczą wynosi 1163 PLN, co stanowi 12.1 PLN na akcję.

## Wycena metodą DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych obejmuje 10-letnią prognozę wolnych przepływów pieniężnych do firmy.

Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze *Beta*. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 2%. Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy dyskontowej na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	>2016
sprzedaż	1 573	2 013	2 169	2 308	2 451	2 573	2 651	2 711	2 769	2 835	
EBIT (1-T)	66.1	86.2	96.3	106.1	116.0	123.3	127.4	130.9	133.6	136.9	
amortyzacja	26.1	32.1	35.5	36.3	36.7	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0	
inwestycje	-146.1	-92.1	-45.5	-41.3	-39.7	-37.0	-37.0	-37.0	-37.0	-37.0	
zmiana kap.obrotowego	-49.7	-26.3	-15.2	-12.9	-14.4	-11.6	-6.4	-4.9	-4.7	-5.6	
<b>FCF</b>	<b>(103.7)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>71.1</b>	<b>88.2</b>	<b>98.6</b>	<b>111.8</b>	<b>120.9</b>	<b>126.0</b>	<b>129.0</b>	<b>131.3</b>	<b>2 018</b>
zmiana FCF		-	-	24.1%	11.8%	13.3%	8.2%	4.2%	2.4%	1.8%	2.0%
dlug/kapitał	35.1%	34.1%	32.4%	31.2%	30.1%	29.4%	28.7%	28.0%	27.2%	26.6%	26.6%
stopa wolna od ryzyka	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	5.3%	5.5%	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.0%
koszt kapitału	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.0%
<b>WACC</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.6%</b>
<b>PV (FCF)</b>	<b>(98.1)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>57.4</b>	<b>65.4</b>	<b>67.1</b>	<b>69.8</b>	<b>69.1</b>	<b>66.0</b>	<b>61.8</b>	<b>57.7</b>	<b>886.5</b>
wartość DCF (mln PLN)	1302.6		w tym wartość rezydualna		887						
gotówka netto	-18.9										
wycena DCF (mln PLN)	1283.6										
Liczba akcji (mln)	96.4										
<b>wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>13.3</b>										

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje spółki na 13.3 PLN.

### Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa $R_f$ rezydualna	4.0%	11.9	13.2	14.9	17.3	21.0	27.5	41.7
	4.5%	11.5	12.6	<b>14.0</b>	16.1	19.1	24.0	33.5
	5.0%	11.0	<b>12.0</b>	<b>13.3</b>	<b>15.1</b>	17.5	21.4	28.2
	5.5%	10.7	11.6	<b>12.7</b>	14.2	16.3	19.4	24.5
	6.0%	10.4	11.2	12.2	13.5	15.3	17.8	21.8

Źródło: Millennium DM

## Sprawozdania finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
<b>przychody netto</b>	<b>870.0</b>	<b>1 041.2</b>	<b>1 572.8</b>	<b>2 012.8</b>	<b>2 169.1</b>	<b>2 308.3</b>
koszty wytworzenia	765.4	908.6	1 373.1	1 757.1	1 890.4	2 009.4
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>104.6</b>	<b>132.6</b>	<b>199.7</b>	<b>255.6</b>	<b>278.7</b>	<b>298.9</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	82.7	89.4	129.0	162.0	172.4	181.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	16.8	20.4	10.8	12.8	12.6	13.3
<b>EBITDA</b>	<b>53.7</b>	<b>83.1</b>	<b>107.6</b>	<b>138.6</b>	<b>154.3</b>	<b>167.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>38.7</b>	<b>63.5</b>	<b>81.6</b>	<b>106.4</b>	<b>118.8</b>	<b>131.0</b>
saldo finansowe	-6.3	-2.9	-3.6	-3.3	-4.1	-3.8
zysk przed opodatkowaniem	32.5	60.6	77.9	103.1	114.7	127.2
podatek dochodowy	6.1	9.4	14.8	19.6	21.8	24.2
korekty udziałów mniejszościowych	-0.2	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>27.1</b>	<b>50.4</b>	<b>63.1</b>	<b>83.5</b>	<b>92.9</b>	<b>103.0</b>
EPS	0.6	1.0	0.7	0.9	1.0	1.1

### Bilans (mln PLN)

	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>269.4</b>	<b>355.8</b>	<b>476.2</b>	<b>536.8</b>	<b>547.5</b>	<b>553.4</b>
wartości niematerialne i prawne	2.7	2.4	3.6	4.2	4.3	4.4
rzeczowe aktywa trwałe	168.2	234.7	353.5	412.9	422.8	427.8
inwestycje długoterminowe	9.2	28.7	28.7	28.7	28.7	28.7
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>197.5</b>	<b>239.0</b>	<b>503.7</b>	<b>602.5</b>	<b>637.3</b>	<b>670.5</b>
zapasy	58.9	72.8	116.7	135.3	144.6	153.7
należności	104.7	118.8	176.2	223.4	239.7	253.9
inwestycje krótkoterminowe	32.0	45.3	208.6	241.3	250.3	259.9
rozliczenia międzyokresowe	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.0
<b>aktywa razem</b>	<b>467.0</b>	<b>594.8</b>	<b>979.9</b>	<b>1 139.3</b>	<b>1 184.8</b>	<b>1 223.9</b>
kapitał własny	<b>206.4</b>	<b>268.5</b>	<b>476.3</b>	<b>559.8</b>	<b>594.3</b>	<b>622.9</b>
zobowiązania	260.6	326.2	503.7	579.5	590.6	600.9
zobowiązania długoterminowe	103.0	138.9	208.3	218.7	207.8	197.4
zobowiązania krótkoterminowe	139.3	163.9	267.3	326.7	346.9	365.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	17.2	22.6	27.1	32.5	34.1	35.9
<b>pasywa razem</b>	<b>467.0</b>	<b>594.8</b>	<b>979.9</b>	<b>1 139.3</b>	<b>1 184.8</b>	<b>1 223.9</b>
BVPS	4.3	5.6	4.9	5.8	6.2	6.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)						
	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
wynik netto	27.1	50.4	63.1	83.5	92.9	103.0
amortyzacja	15.0	19.5	26.1	32.1	35.5	36.3
zmiana kapitału obrotowego	-54.8	2.6	-49.7	-26.3	-15.2	-12.9
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>40.4</b>	<b>51.7</b>	<b>103.4</b>	<b>130.2</b>	<b>143.8</b>
inwestycje (capex)	-27.3	-78.2	-146.1	-92.1	-45.5	-41.3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-27.3</b>	<b>-78.2</b>	<b>-146.1</b>	<b>-92.1</b>	<b>-45.5</b>	<b>-41.3</b>
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-58.5	-74.4
emisja akcji	0.0	0.0	48.2	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	64.3	33.8	125.3	35.5	-0.3	-1.2
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>30.5</b>	<b>53.5</b>	<b>257.6</b>	<b>21.5</b>	<b>-75.7</b>	<b>-92.9</b>
zmiana gotówki netto	-60.8	-18.2	38.0	-2.8	9.3	10.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.8
CEPS	0.9	1.5	0.9	1.2	1.3	1.4
FCFPS	-1.3	-0.4	0.4	0.0	0.1	0.1

Wskaźniki (%)						
	2005	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
zmiana sprzedaży	63.1	19.7	51.1	28.0	7.8	6.4
zmiana EBITDA	33.5	54.5	29.6	28.7	11.4	8.4
zmiana EBIT	28.8	64.0	28.4	30.5	11.7	10.2
zmiana zysku netto	15.6	86.1	25.2	32.3	11.3	10.8
marża EBITDA	6.2	8.0	6.8	6.9	7.1	7.2
marża EBIT	<b>4.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>	<b>5.7</b>
marża netto	3.1	4.8	4.0	4.1	4.3	4.5
sprzedaż/aktywa	186.3	175.1	160.5	176.7	183.1	188.6
dług / kapitał	126.2	121.5	105.8	103.5	99.4	96.5
odsetki / EBIT	-16.2	-4.6	-4.4	-3.1	-3.4	-2.9
stopa podatkowa	16.5	16.7	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	13.1	18.8	13.3	14.9	15.6	16.5
ROA	5.8	8.5	6.4	7.3	7.8	8.4
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-158.1	-176.3	-138.3	-141.2	-131.9	-121.1

Źródło: prognozy Millennium DM



# Millennium

dom maklerski

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

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

**Dyrektor**  
banki i finanse, makroekonomia,  
handel

### Michał Buczyński

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

Analityk  
telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

### Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych  
+22 598 26 05  
adam.zajler@millenniumdm.pl

Analityk  
informatyka

### Radosław Łukaszczuk

+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Asystent

### Łukasz Kołaczkowski

+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Asystent

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

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

**Dyrektor**

### Arkadiusz Szumilak

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

### Robert Wiaderny

+22 598 26 79  
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

### Marek Przytula

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

### Leszek Iwaniec

+22 598 26 67  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

## Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

## Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

## Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

**Metoda DCF** (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Metoda porównawcza** (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

**Metoda ROE-P/BV** (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

## Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, HTL-Strefa, Euromark od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

## Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Duda	Kupuj	8 lis 06	10.7

## Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	23%
Akumuluj	12	28%
Neutralnie	12	28%
Redukuj	9	21%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	2	67%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	33%
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*