

# Duda

## Kupuj 1,01 zł

Analitik: Robert Kurowski, makler papierów wartościowych

### Podstawowe dane

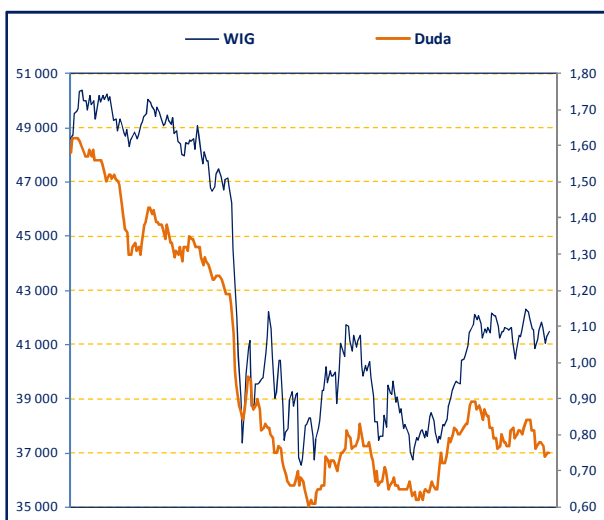
Kurs bieżący (zł):	0,75
Liczba akcji (tys. szt):	278 002
Kapitalizacja (tys. zł):	208 502
Free float:	66,3%
Free float (tys. zł):	138 234
Średni dzienny obrót (3 m-ce, w tys. akcji)	1 142,1

Dane (tys. zł)	2010	2011	2012P
Przychody operacyjne	1 455 295	1 669 969	1 836 966
Zysk operacyjny	56 818	54 407	50 517
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>31 614</b>	<b>39 135</b>	<b>33 065</b>
Wartość księgowa	309 459	348 198	381 641
<b>Kapitalizacja</b>	<b>506 582</b>	<b>208 502</b>	<b>208 502</b>
Liczba akcji (tys.)	308 891	278 002	278 002

EPS (zł)	0,1	0,1	0,1
BVPS (zł)	1,0	1,3	1,4
P/E	16,0	5,3	6,3
P/BV	1,6	0,6	0,5
<b>Kurs (zł)</b>	<b>1,64</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>

P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
ING Bank Śląski	10,8%	10,8%
Kredyt Bank	10,3%	10,3%
Bank Handlowy	7,3%	7,3%
BZ WBK AM	5,3%	5,3%
Pozostali	66,3%	66,3%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>



Niniejszy materiał jest aktualizacją analizy i wyceny z kwietnia 2011 roku. **Obecnie jedną akcją Duda S.A. wyceniamy na 1,01 zł.** W związku z tym, że wycena jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 34,6%, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Podstawowym czynnikiem pozytywnie stymulującym wzrost przychodów jest rosnący poziom uboju, wyższy udział rozbioru półtuszy oraz eksport. O jakości wyników Grupy PKM Duda w dalszym ciągu decyduje trudna sytuacja rynkowa w zakresie dostępu i cen surowca. Przede wszystkim jest to efektem niskiego pogłowia tuczników, co z kolei rzutuje na wysokie ceny skupu żywca wieprzowego (+19 r/r, ceny zbytu wzrosły o 17% r/r). Koszty te wpływają na malejące marże ubojowe. Sytuacja w zakresie cen skupu żywca będzie w dalszym ciągu trudna, głównie z powodu czasu potrzebnego na odbudowanie pogłowia oraz ciągle niską opłacalność produkcji, przede wszystkim z powodu wysokich cen pasz i zbóż.

Naszym zdaniem Grupa Duda powinna utrzymać dodatnie tempo wzrostu przychodów, przy czym ostrożnie zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym wzrosną one w 2012 roku o 10%, wobec 15% wzrostu – wg deklaracji Zarządu Spółki. Czynnikiem, który może negatywnie wpływać na wysokość przychodów będzie cytowany wysoki poziom cen surowca, co w dłuższym terminie może być trudne do przeniesienia na odbiorców. Drugim efektem może być obniżenie dochodowości działania, na podstawowym poziomie marży brutto ze sprzedaży. W kolejnych latach przyjmujemy kilkuprocentowe tempo wzrostu przychodów i marżę operacyjną na niższym poziomie od zanotowanej w 2011 roku (po wyłączeniu zysku ze zbycia jednostek zależnych). Naszym zdaniem dopiero odbudowa pogłowia trzody może skutkować wzrostem rentowności na poziomie operacyjnym, tj., od 2014 roku. Założenia do wyceny oceniamy jako konserwatywne, co spowodowane jest trudną sytuacją rynkową podmiotów z branży mięsnej.

W wycenie nie uwzględniamy planów emisji nowych akcji o łącznej wartości nominalnej do 208,5 mln zł oraz ewentualnych efektów finansowych zbycia majątku, m.in. nieruchomości w Warszawie.

## Sytuacja finansowa

## Komentarz

Wyniki 2011 roku wskazują na systematyczną poprawę na poziomie przychodów skonsolidowanych. Drugą cechą sprawozdań w tym okresie był szybki wzrost kosztów własnych oraz wolniejsze tempo wzrostu (w tym redukcja o 2,6% w 4Q r/r) kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Sytuacja ta znalazła odzwierciedlenie w oszacowanych przez nas wynikach Grupy Duda za 4Q, gdzie przychody zwiększyły się o 21,1% natomiast koszt własny sprzedaży o 24,1%. W związku z tym rentowność brutto ze sprzedaży spadła w analizowanym okresie do 11,5% wobec 13,4% przed rokiem. W ujęciu narastającym, przychody skonsolidowane wzrosły o 14,8%, koszt własny sprzedaży o 17,3%, natomiast zysk brutto ze sprzedaży spadł o 1,3%. Wyniki te są na wyższym poziomie od naszych ubiegłorocznych założeń – prognoz dla Grupy Duda na poziomie przychodów o 8,2%, dla EBIT o 3,5%, a dla zysku netto o 30,5%.

Rachunek zysków i strat, w tys. zł				zmiana %	
	2009	2010	2011	10/09	11/10
<b>Przychody netto ze sprzedaży:</b>	<b>1 576 508</b>	<b>1 455 295</b>	<b>1 669 969</b>	<b>-7,7%</b>	<b>14,8%</b>
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	810 155	761 828	862 067	-6,0%	13,2%
Przychody ze sprzedaży towarów	766 353	693 467	807 902	-9,5%	16,5%
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>1 404 343</b>	<b>1 260 248</b>	<b>1 478 029</b>	<b>-10,3%</b>	<b>17,3%</b>
Koszt własny sprzedanych produktów i usług	730 562	671 157	773 004	-8,1%	15,2%
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	673 781	588 115	705 025	-12,7%	19,9%
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>172 165</b>	<b>195 047</b>	<b>191 940</b>	<b>13,3%</b>	<b>-1,6%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	30 990	33 647	32 299	8,6%	-4,0%
Koszty sprzedaży	99 078	97 492	100 361	-1,6%	2,9%
Koszty ogólnego zarządu	56 016	53 692	58 896	-4,1%	9,7%
Pozostałe koszty operacyjne	267 760	20 692	16 267	-92,3%	-21,4%
Udział w zyskach jednostek	768	0	0	-	-
Koszty restrukturyzacji/ Zysk ze zbycia jednostek zależnych	9 135	0	5 692	-	-
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>-229 602</b>	<b>56 818</b>	<b>54 407</b>	<b>-</b>	<b>-4,2%</b>
Przychody finansowe	5 923	3 681	8 241	-37,9%	123,9%
Koszty finansowe	129 300	25 734	20 190	-80,1%	-21,5%
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	2 137	2 972	0	39,1%	-
<b>Zysk/(strata) brutto</b>	<b>-350 842</b>	<b>37 737</b>	<b>42 458</b>	<b>-</b>	<b>12,5%</b>
Podatek dochodowy	-20 379	6 123	3 323	-	-45,7%
<b>Zysk (strata) netto przypadający akcj. jedn. dominującej</b>	<b>-330 721</b>	<b>31 614</b>	<b>39 135</b>	<b>-</b>	<b>23,8%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

## Wyniki finansowe

Podstawowym czynnikiem pozytywnie stymulującym wzrost przychodów jest rosnący poziom uboju, wyższy udział rozbioru półtuszy oraz wysoki eksport. Według danych za 2011 rok., ubój w Grupie Duda wzrósł o 18% do 1 031 tys. sztuk, co oznacza osiągnięcie celu założonego na początku ubr. W zakresie rozbioru półtuszy – wskaźnik ten systematycznie rośnie, następuje zmiana struktury sprzedaży – dotychczas dominowały półtusze, obecnie ze względu na rosnący popyt i opłacalność rosnąć będzie udział elementów rozbioru.

Spółka ma także stabilne wyniki w zakresie sprzedaży eksportowej, która w ubr. zwiększyła się o 3,5% r/r osiągając wartość 226,3 mln zł (14% sprzedaży ogółem vs 15% w roku 2010). Dzięki temu w sposób naturalny Grupa Duda kompensuje import surowca. W zakresie zaopatrzenia, w dalszym ciągu na rynku utrzymuje się trudna sytuacja, spowodowana niskim pogłowiem tuczników, co z kolei rzutuje na wysokie ceny skupu. Koszty te wpływają na malejące marże ubojowe. Sytuacja w zakresie cen skupu żywca będzie w dalszym ciągu trudna, głównie z powodu potrzebnego czasu na odbudowanie stanu pogłowia oraz ciągle niską opłacalność produkcji, przede wszystkim z powodu wysokich cen pasz i zbóż. W związku z tym zwracamy uwagę, że w 1Q br. Grupa Duda w dalszym ciągu znajdowała się pod presją wysokich kosztów produkcji, co może mieć niekorzystny wpływ na uzyskane marże w segmencie produkcyjnym.

Bilans skonsolidowany, w tys. zł				struktura		
	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.09	31.12.10	31.12.11
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>535 442</b>	<b>516 781</b>	<b>498 250</b>	<b>71,4%</b>	<b>65,9%</b>	<b>65,2%</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	377 507	353 018	335 876	70,5%	68,3%	67,4%
Trwałe aktywa biologiczne	9 028	8 553	7 983	1,7%	1,7%	1,6%
Nieruchomości inwestycyjne	17 810	26 210	26 589	3,3%	5,1%	5,3%
Wartości niematerialne	1 042	3 933	5 476	0,2%	0,8%	1,1%
Wartość firmy	79 216	77 315	74 460	14,8%	15,0%	14,9%
Znak towarowy	20 400	20 400	20 400	3,8%	3,9%	4,1%
Pozostałe aktywa finansowe (długoterminowe)	1 346	553	332	0,3%	0,1%	0,1%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	28 125	26 657	26 986	5,3%	5,2%	5,4%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	968	142	148	0,2%	0,0%	0,0%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>214 217</b>	<b>267 577</b>	<b>266 314</b>	<b>28,6%</b>	<b>34,1%</b>	<b>34,8%</b>
Zapasy	43 108	41 912	45 535	20,1%	15,7%	17,1%
Aktywa biologiczne	23 746	16 826	27 534	11,1%	6,3%	10,3%
Należności z tytułu dostaw i usług	92 150	111 762	152 680	43,0%	41,8%	57,3%
Należności z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń	14 814	7 436	13 754	6,9%	2,8%	5,2%
Pozostałe należności	5 535	5 980	3 259	2,6%	2,2%	1,2%
Pozostałe aktywa finansowe	496	425	1 170	0,2%	0,2%	0,4%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27 150	42 759	20 450	12,7%	16,0%	7,7%
Inne aktywa finansowe	0	37 891	0	0,0%	14,2%	0,0%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7 218	2 586	1 932	3,4%	1,0%	0,7%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>749 659</b>	<b>784 358</b>	<b>764 564</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>226 564</b>	<b>309 459</b>	<b>348 198</b>	<b>30,2%</b>	<b>39,4%</b>	<b>45,5%</b>
Kapitał podstawowy	226 423	308 891	278 002	99,9%	99,8%	79,8%
Udziały (akcje) własne	0	-38 969	0	0,0%	-12,6%	0,0%
Kapitał zapasowy	309 922	65 372	83 445	136,8%	21,1%	24,0%
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagr.	-18 975	-17 186	-16 930	-8,4%	-5,6%	-4,9%
Pozostałe kapitały rezerwowe	0	543	0	0,0%	0,2%	0,0%
Zyski zatrzymane/ Niepokryte straty	-290 806	-17 272	3 681	-128,4%	-5,6%	1,1%
Kapitał z tytułu umorzenia akcji własnych	0	8 080	0	0,0%	2,6%	0,0%
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>1 353</b>	<b>1 619</b>	<b>1 495</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>119 624</b>	<b>205 622</b>	<b>182 976</b>	<b>16,0%</b>	<b>26,2%</b>	<b>23,9%</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	73 274	162 804	155 596	61,3%	79,2%	85,0%
Rezerwy na zobowiązania z tytułu świadczeń prac.	2 992	2 908	296	2,5%	1,4%	0,2%
Pozostałe rezerwy	1 064	0	0	0,9%	0,0%	0,0%
Zobowiązania długoterminowe z tytułu pochodnych instr. fin.	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu	3 065	3 768	5 235	2,6%	1,8%	2,9%
Zobowiązania wekslowe	10 412	0	0	8,7%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu wykupu ziemi	6 643	15 636	8 773	5,6%	7,6%	4,8%
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	146	3 158	363	0,1%	1,5%	0,2%
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6 403	5 650	5 650	5,4%	2,7%	3,1%
Przychody przyszłych okresów	15 625	11 698	7 063	13,1%	5,7%	3,9%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>402 118</b>	<b>268 900</b>	<b>231 895</b>	<b>53,6%</b>	<b>34,2%</b>	<b>30,3%</b>
Bieżąca część oprocentowanych kredytów i pożyczek	243 341	84 330	68 591	60,5%	31,4%	29,6%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	81 121	90 252	127 882	20,2%	33,6%	55,1%
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	1 505	1 004	368	0,4%	0,4%	0,2%
Zobowiązania wekslowe	10 607	10 962	0	2,6%	4,1%	0,0%
Zobowiązania z tytułu umorzenia akcji	0	38 920	0	0,0%	14,5%	0,0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	3 197	2	0	0,8%	0,0%	0,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu	15 932	2 385	2 660	4,0%	0,9%	1,1%
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	7 979	8 569	6 727	2,0%	3,2%	2,9%
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	7 217	12 412	13 298	1,8%	4,6%	5,7%
Zobowiązania z tytułu wykupu ziemi	0	1 242	727	0,0%	0,5%	
Rozliczenia międzyokresowe	1 437	854	3 376	0,4%	0,3%	1,5%
Przychody przyszłych okresów	5 764	4 290	3 305	1,4%	1,6%	1,4%
Pozostałe rezerwy	24 018	10 965	3 206	6,0%	4,1%	1,4%
Rezerwy na zobowiązania pracownicze	0	2 713	1 755	0,0%	1,0%	0,8%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>749 659</b>	<b>785 600</b>	<b>764 564</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Sytuacja bilansowa Grupy Duda poprawia się. Od dwóch lat rośnie udział kapitałów własnych w strukturze pasywów. Wskaźnik zadłużenia obniżył się na koniec ubr. do 54,3% wobec 60,5% rok wcześniej. Dług obniżył się o ponad 12% do 232 mln zł. W związku ze znaczną progresją na poziomie przychodów ze sprzedaży, w podobnym stopniu wzrosła wartość zobowiązań i należności z tytułu dostaw i usług. Analogicznie czasy rotacji uległy wydłużeniu na koniec 2011 roku, cykl konwersji gotówki

wyniósł 16 dni, tyle samo co rok wcześniej. Na uwagę zasługuje poprawiająca się sytuacja w zakresie płynności, Grupa miała na koniec ubr. dodatni kapitał obrotowy.

	2009	2010	2011
<b>Rentowność</b>			
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	10,9%	13,4%	11,5%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	-14,6%	3,9%	3,3%
Wskaźnik rentowności EBITDA	-12,0%	6,3%	5,0%
Wskaźnik rentowności brutto	-22,3%	2,6%	2,5%
Wskaźnik rentowności netto	-21,0%	2,2%	2,3%
ROA	-44,1%	4,0%	5,1%
ROE	-146,0%	10,2%	11,2%
<b>Płynność</b>			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	-187 901	-1 323	34 419
Wskaźnik bieżący	0,5	1,0	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	0,4	0,8	1,0
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	69,6%	60,5%	54,3%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	230,3%	153,3%	119,1%
Dług netto (w tys. zł)	332 182	183 176	210 462
<b>Rotacja</b>			
Rotacja zapasów (w dniach)	16	12	11
Rotacja należności (w dniach)	30	25	29
Rotacja zobowiązań (w dniach)	23	21	24

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

## Wycena Spółki

### Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o prognozy DM AmerBrokers i dotyczą lat 2012-2016.

### Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	1 669 969	1 836 966	1 928 814	1 986 679	2 046 279	2 107 667
Zmiana przychodów	14,8%	10,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	77 849	78 194	80 300	82 933	84 671	86 462
Marża EBITDA	4,7%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%
EBIT	54 407	50 517	54 007	57 954	59 692	61 483
Marża operacyjna	3,26%	2,75%	2,80%	2,92%	2,92%	2,92%
Zysk (strata) netto	39 135	33 065	34 719	37 747	38 879	40 046
Marża zysku netto	2,3%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
P/Sales	0,12	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10
EV/EBITDA	5,38	5,65	5,75	5,57	5,47	5,45
P/E	5,33	6,31	6,01	5,52	5,36	5,21
P/BV	0,60	0,55	0,50	0,46	0,43	0,40

Wskaźniki wyliczone przy cenie bieżącej z dnia wydania rekomendacji.

P – prognoza AmerBrokers

Źródło: opracowanie AmerBrokers

W zakresie cen żywca i w konsekwencji produktów mięsnych przewidujemy, że utrzyma się wysoki poziom cen skupu, co będzie miało związek z niekorzystnym obecnie cyklem w produkcji trzody. Naszym zdaniem Grupa Duda powinna utrzymać dodatnie tempo wzrostu przychodów, przy czym ostrożnie zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym wzrosną one o 10%, wobec deklaracji Zarządu Spółki o 15% wyższych obrotach Grupy w roku bieżącym. Czynnikiem, który może negatywnie wpływać na wysokość przychodów może być wymieniony wysoki poziom cen surowca, co w dłuższym terminie może

być trudne do przeniesienia na odbiorców. Drugim efektem będzie obniżenie dochodowości działania, na podstawowym poziomie marży brutto ze sprzedaży. W związku z tym, z powodu zmian organizacyjnych w Grupie (m.in. sprzedaży spółek zależnych) oraz wyraźnej dekonunktury w zaopatrzeniu w surowiec, w kolejnych kwartałach możliwości przenoszenia cen na odbiorców oceniamy jako umiarkowane. W kolejnych latach przyjmujemy kilkuprocentowe tempo wzrostu przychodów i marżę operacyjną na niższym poziomie od zanotowanej w 2011 roku (po wyłączeniu zysku ze zbycia jednostek zależnych). Naszym zdaniem dopiero odbudowa pogłowia trzody może poskutkować wzrostem rentowności na poziomie operacyjnym, tj., od roku 2014. Założenia do wyceny oceniamy jako konserwatywne, co spowodowane jest trudną sytuacją rynkową podmiotów z branży mięsnej.

Konsekwencją utrzymującej się trudnej sytuacji w branży i warunków rynkowych jest skorygowanie w dół wydatków inwestycyjnych w kolejnych latach – wobec wcześniejszych założeń przedstawionych w raporcie z kwietnia ubr. W wycenie nie uwzględniamy planów emisji nowych akcji o łącznej wartości nominalnej do 208,5 mln zł oraz efektów finansowych zbycia elementów majątku.

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1%. Wartość długu netto i kapitałów przyjęto na podstawie prognozy dla kolejnych lat.

#### Wycena metodą DCF, w tys. zł

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2016P+
Zysk operacyjny	50 517	54 007	57 954	59 692	61 483	61 483
- opodatkowanie EBIT	9 598	10 261	11 011	11 342	11 682	11 682
<b>NOPLAT</b>	<b>40 918</b>	<b>43 746</b>	<b>46 943</b>	<b>48 351</b>	<b>49 801</b>	<b>49 801</b>
+ Amortyzacja	27 677	26 293	24 979	24 979	24 979	24 979
- Zmiana kapitału pracującego	-6 032	-3 818	-2 405	-2 478	-2 552	-851
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>62 564</b>	<b>66 221</b>	<b>69 516</b>	<b>70 852</b>	<b>72 228</b>	<b>73 930</b>
- Wydatki inwestycyjne	24 910	23 664	24 979	25 229	25 229	25 229
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>37 655</b>	<b>42 557</b>	<b>44 537</b>	<b>45 623</b>	<b>47 000</b>	<b>48 701</b>
współczynnik dyskonta	91,5%	83,6%	76,4%	69,7%	63,6%	63,6%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>34 457</b>	<b>35 594</b>	<b>34 025</b>	<b>31 796</b>	<b>29 869</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia za ryzyko (dług)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	38,5%	35,6%	34,0%	31,0%	30,0%	30,0%
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>
Suma DCF 2011-2015	165 741					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2015+ (RV)	567 706					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	360 781					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>526 522</b>					
Dług netto	231 508					
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>295 014</b>					
Liczba akcji (tys. szt.)	278 002					
<b>Wartość 1 akcji, w zł</b>	<b>1,06</b>					

Źródło: opracowanie AmerBrokers

**Wartość 1 akcji spółki Duda wyliczona metodą dochodową wynosi 1,06 zł.**

Analiza  
wrażliwości

## Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	1,0%	0,81	0,86	0,93	1,00	1,07
	0,5%	0,86	0,92	0,99	1,07	1,15
	0,0%	0,92	0,98	<b>1,06</b>	1,15	1,25
	-0,5%	0,98	1,05	1,14	1,24	1,35
	-1,0%	1,05	1,13	1,23	1,34	1,47

Źródło: opracowanie AmerBrokers

Metoda  
porównawcza

Wycena porównawcza polega na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Duda S.A w odniesieniu do wybranych spółek o zbliżonym profilu działania. Wycenę sporządzono w oparciu o ogólnie dostępne prognozy wskaźników P/E i EV/EBITDA.

## Wycena porównawcza PKM DUDA S.A. na dzień 02.04.2012

Spółka	Kurs	P/E	P/E	EV/EBITDA	EV/EBITDA	
		2012 P	2013 P	2012 P	2013 P	
Smithfield Foods	22,08 USD	9,2	7,7	5,1	4,9	
Hormel Foods	29,56 USD	16,3	15,2	8,6	8,0	
Tyson Foods	20,33 USD	9,5	8,2	4,7	4,3	
Sanderson Farms	51,14 USD	16,7	11,5	7,5	5,6	
Mediana spółek porównywalnych		x	12,9	9,8	6,3	5,2
PKM DUDA		0,75 zł	6,31	6,01	5,65	5,75
Premia / dyskonto			-51%	-39%	-10%	10%
Wycena 1 akcji PKM DUDA (w zł)			1,54	1,23	1,49	0,60
Wagi			0,25	0,25	0,25	0,25
Wycena 1 akcji PKM DUDA S.A. (w zł) - średnia ważona						<b>1,21</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań ze Spółek, bloomberg.com

W oparciu o przedstawione w tabeli wskaźniki rynkowe notowanych na giełdzie spółek, **wartość 1 akcji Duda wynosi 1,21 zł.**

Wycena  
końcowa

W celu uzyskania końcowej wyceny Duda obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla wyceny metodą DCF przyjęto wagę 0,6.

## Końcowa wycena

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,60	1,06
Metoda porównawcza	0,40	1,21
<b>Wycena Duda S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>1,12</b>
Dyskonto z tytułu emisji nowych akcji		10%
<b>Końcowa wycena Duda S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>1,01</b>

Źródło: opracowanie własne

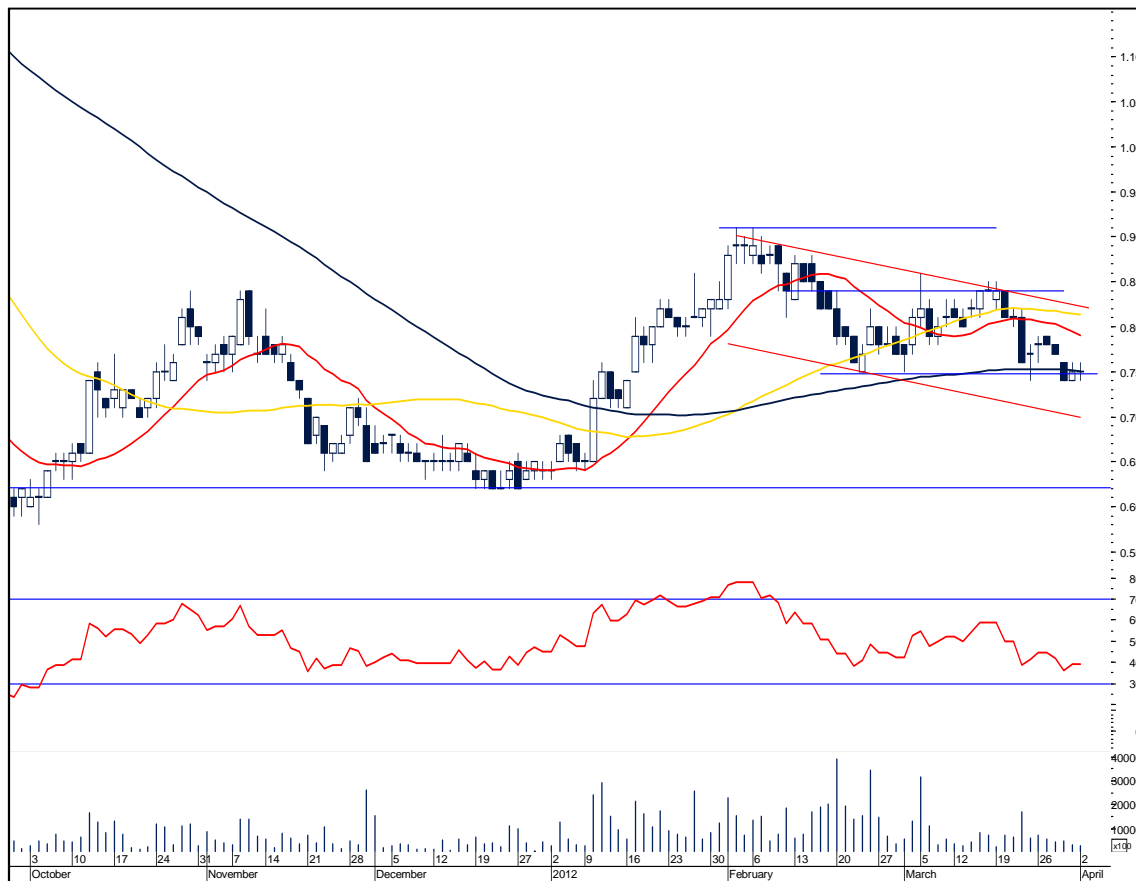
W końcowej wycenie uwzględniliśmy dodatkowe, 10% dyskonto, z uwagi na konieczność uwzględnienia planów nowej emisji akcji. Wyznaczona w ten sposób **wycena jednej akcji Duda wynosi 1,01 zł.** W związku z tym, że wycena ta jest wyższa od obecnego kursu giełdowego o 34,6%, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

## Analiza techniczna

## Komentarz

Kurs Spółki porusza się w trendzie bocznym, testując obecnie wsparcie na poziomie 0,75 zł. Wybicie w dół oznaczać będzie, że wzrośnie ryzyko pogłębienia przeceny do strefy 0,62 – 0,71 zł. Czynnikiem pozytywnym jest spadek obrotów podczas ostatnich sesji, wskaźniki nie dają jednoznacznie negatywnych sygnałów. W przypadku utrzymania się kursu powyżej wymienionej linii obrony, prawdopodobnie nastąpi konsolidacja, z możliwością testu górnego ograniczenia trendu bocznego 0,85 – 0,91 zł.

## Wykres



Źródło: Metastock spółki Equis International

## Informacje dodatkowe

**Zastrzeżenia prawne** Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, została przygotowana przez Departament Corporate Finance. Jest ona skierowana do klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego AmerBrokers i jest udostępniana nieodpłatnie.

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść. Rekomendacja nie została ujawniona emitentowi instrumentów finansowych, do których się odnosi. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby odpowiedzialne za sporządzenie rekomendacji nie jest zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitenta instrumentów finansowych, dokonywanych przez Dom Maklerski AmerBrokers S.A.

Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument.

Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Powielanie bądź publikowanie niniejszej analizy lub jej części bez pisemnej zgody DM AmerBrokers jest zabronione.

Dane prezentowane w niniejszym dokumencie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne, jednakże DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności. Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

**Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie**

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję  
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję  
 EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 ROA - stopa zwrotu z aktywów  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
 FCF - wolne przepływy pieniężne  
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 PV - wartość bieżąca  
 RV - wartość rezydualna  
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

**Metody wyceny**

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

**Metoda dywidendowa** bazuje na szacunkach dotyczących wielkości i przyroście dywidend wypłacanych przez spółkę. Podstawowym założeniem jest w tym przypadku fakt, że zmiany rynkowej ceny akcji nie są istotne dla inwestora i to nie na nich chce on zarabiać. W przypadku wyceny spółki metodą dywidendową przyjmuje się, że jedynym przychodem otrzymywanym przez akcjonariusza są dywidendy. Wadą tej metody jest duża wrażliwość na koszt kapitału oraz stopę wzrostu dywidendy

Przyjęte przez autora analizy założenia przy wycenie spółki, mogą okazać się nietrafne. Niektóre z tych założeń bardzo mocno wpływają na końcową wycenę spółki. W związku z tym istnieje ryzyko odmiennego zachowania kursu spółki w porównaniu z jej



wyceną wykonaną przez DM AmerBrokers.

#### Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą. W stosunku do poprzedniej rekomendacji nie wystąpiły istotne zmiany dotyczące metod i podstaw wyceny, przyjętych przy ocenie spółki oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji. W przeciwnym wypadku zostało to wyraźnie wskazane w treści rekomendacji.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

#### Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

**KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**REDUKUJ** - uważamy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, ale w mniejszym stopniu niż przy rekomendacji SPRZEDAJ. Oznacza to, że akcje spółki mogą tracić na wartości, w związku z czym zalecamy zmniejszenie udziału walorów tej spółki w portfelu.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

#### Wykaz rekomendacji

##### Wykaz rekomendacji wydanych dla Spółki:

Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena z dnia wydania rekomendacji	Cena docelowa	Cena z dnia zmiany rekomendacji
KUPUJ	2011.04.20	1,56 zł	1,89 zł	1,16 zł
NEUTRALNIE	03.08.2011	1,16 zł	-	0,75 zł

#### Rekomendacje wydane w 1Q 2012 roku

##### Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 1Q 2012 roku

	Kupuj	Trzymaj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj
Liczba rekomendacji	3	6	12	0	0
Udział procentowy	14%	29%	57%	0%	0%

#### Powiązania

**Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką:** powiązania nie występują.

#### Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

## Kontakty

**DEPARTAMENT  
RYNKU  
WTÓRNEGO:**

**Zbigniew Starzycki**  
tel. 22 397 60 10  
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

**Janusz Bobrowski**  
tel. 22 397 60 12  
janusz.bobrowski@amerbrokers.pl

**Krzysztof Boryczko**  
tel. 22 397 60 13  
krzysztof.boryczko@amerbrokers.pl

**Kamil Czapnik**  
tel. 22 397 60 13  
Kamil.czapnik@amerbrokers.pl

**Paweł Kwiatkowski**  
tel. 22 397 60 11  
pawel.kwiatkowski@amerbrokers.pl

**DEPARTAMENT  
CORPORATE  
FINANCE:**

**Łukasz Rosiński**  
tel. 22 397 60 24  
lukasz.rosinski@amerbrokers.pl  
*Branże: budownictwo, deweloperzy, przemysł: materiałów budowlanych, metalowy*

**Maciej Kabat**  
tel. 22 397 60 22  
maciej.kabat@amerbrokers.pl  
*Branże: przemysł: chemiczny, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, drzewny, usługi inne*

**Robert Kurowski**  
tel. 0 663 933 490  
robert.kurowski@amerbrokers.pl  
*Branże: telekomunikacja, IT, media, przemysł spożywczy, hotele i restauracje, ubezpieczenia, banki, rynek kapitałowy, finanse inne*

**Renata Miś**  
tel. 22 397 60 25  
renata.mis@amerbrokers.pl  
*Branże: handel detaliczny, handel hurtowy, przemysł: elektromaszynowy, farmaceutyczny, lekki, paliwowy, energetyka, przemysł inne*