

Duda

kupuj

branża spożywcza

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 1.59

Cena docelowa: 1.92

Mięsna grupa wraca do rentowności

I półrocze pokazało, że prowadzona w Dudzie restrukturyzacja doprowadziła do dodatniej rentowności. Dobre wyniki za I i II kwartał sprawiają, że po bardzo trudnym roku 2009 ze stratami na opcjach walutowych, Duda powoli odzyskuje zaufanie inwestorów. Program restrukturyzacji będzie realizowany jeszcze przez wiele kwartałów, jednak spółka przedstawia już plany ekspansji, które mogą przełożyć się na znaczną poprawę wyników, zwłaszcza na poziomie osiągniętych marż.

Restrukturyzacja i perspektywa poprawy marż

W I półroczu spółka osiągnęła jedno z najwyższych marż brutto w swojej historii, a także wysokie rentowności na pozostałych poziomach, czemu towarzyszył jednak znaczny spadek przychodów (o 19% r/r). Takie wyniki są w dużej mierze skutkiem prowadzonej restrukturyzacji. W jej ramach osiągnięto dopiero 5.4 mln PLN oszczędności z zaplanowanych 80 mln PLN. Przyjęta strategia zakłada również działania, które powinny mieć pozytywny wpływ na marże, takie jak zwiększenie udziału rozbioru mięsa z obecnych 20% do 50%, czy ekspansja w obszarze przetwórstwa.

Nowy konkurent

Pod koniec I kwartału tego roku w Kutnie rozpoczęła działalność firma Pini Polonia, spółka zależna włoskiego koncernu Bresaole Pini. Uruchomiona ubojnia jest największa w Polsce i trzecia pod względem wielkości w Europie, o mocach produkcyjnych ponad trzykrotnie większych niż zakład Dudy w Grąbkowie, co może doprowadzić do ostrej konkurencji na rynku surowca. Możliwe jest jednak, że silny konkurent okaże się najgroźniejszy dla małych zakładów mięsnych kontrolujących obecnie około 80% rynku, a to mogłoby przyspieszyć jego konsolidację przez największych graczy, do których zalicza się też Duda.

Rekomendacja

Uważamy, że Duda ma duży potencjał do poprawy wyników, która powinna zostać osiągnięta zarówno dzięki działaniom restrukturyzacyjnym, jak i na skutek ekspansji do nowych segmentów rynku, które charakteryzują się wyższymi marżami (przetwórstwo). Ponadto, moce produkcyjne nie są obecnie w pełni wykorzystywane, a zwiększenie udziału rozbioru mięsa powinno przyczynić się do zwiększenia rentowności. Na podstawie metody DCF i wyceny porównawczej względem spółek zagranicznych oszacowaliśmy wartość akcji spółki na 1.92 PLN i na tej podstawie wydajemy rekomendację kupuj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	1.08 / 1.63
Liczba akcji (mln)	308.9
Kapitalizacja (mln PLN)	491
EV (mln PLN)	773
Free float (mln PLN)	256
Średni obrót (mln PLN)	2.6
Główny akcjonariusz	ING Bank Śląski
% akcji, % głosów	11.7%, 11.7%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	9.7% 30.3% 8.9%
Zmiana rel. WIG (%)	3.6% 11.0% 18.2%

Adam Kaptur
+22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA
(022) 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2009	1576.5	-207.7	-172.7	-327.6	-307.8	-1.36	-1.21	1.14	-1.2	1.4	-3.7	-4.5	-81.0%
2010p	1368.3	58.2	93.4	36.0	29.1	0.11	0.24	1.07	14.6	1.5	13.3	8.3	11.3%
2011p	1444.9	71.6	103.7	49.8	40.3	0.13	0.23	1.06	12.2	1.5	10.8	7.5	14.1%
2012p	1518.0	80.3	109.5	59.5	48.2	0.16	0.25	1.21	10.2	1.3	9.6	7.1	14.8%
2013p	1588.9	89.7	119.2	69.6	56.4	0.18	0.28	1.40	8.7	1.1	8.6	6.5	15.0%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Analiza SWOT

Mocne strony

- Dobre wyniki za I półrocze wskazują na skuteczność prowadzonych działań restrukturyzacyjnych - marże brutto osiągnęły jedne z najwyższych wartości w historii, rentowności na wszystkich poziomach również były dosyć wysokie
- Duża skala działalności i zdywersyfikowanie przychodów pomiędzy produkcję i dystrybucję dają gwarancję znaczącej pozycji rynkowej spółki
- Zadłużenie zostało znacznie zredukowane r/r i zbliża się do bezpiecznego poziomu (szacujemy, że wskaźnik długu netto do EBITDA powinien w ciągu kilku kwartałów spaść poniżej 2.5)
- Własne zaplecze surowcowe, które dostarcza około 20% żywca do produkcji

Słabe strony

- W I półroczu przychody spadły o prawie 20% r/r, a negatywny wpływ restrukturyzacji na przychody prawdopodobnie będzie widoczny również w II połowie roku
- Obecnie spółka w zasadzie nie dysponuje rozpoznawalnymi markami przetworów mięsnych, takimi jak jego najwięksi konkurenci - Animex (Krakus, Morliny), czy Sokółów, co sprawia, że w celu ekspansji w tym segmencie konieczne będą przejęcia

Szanse

- Polski rynek mięsa w 80% jest kontrolowany przez małe firmy, co skutkuje potencjałem do konsolidacji przez największe podmioty, takie jak Animex, Sokółów, czy Duda
- W ramach restrukturyzacji zapowiadane jest osiągnięcie 80 mln PLN oszczędności w najbliższych latach, z czego w I półroczu zrealizowano dopiero 5.4 mln PLN
- Moce produkcyjne zakładu w Grąbkowie są obecnie wykorzystywane w około 85%, co pozwala na zwiększenie poziomu przychodów bez istotnych nakładów inwestycyjnych
- Niski udział rozbioru mięsa (obecnie 20%) stwarza potencjał do istotnego wzrostu marży brutto po jego zwiększeniu (spółka zapowiada osiągnięcie 50% udziału w przyszłym roku, co podwyższyłoby marżę brutto produkcji o około 2 punkty procentowe)
- Spółka jest stosunkowo nieznacznie obecna w segmencie produkcji wędlin (około 100 mln PLN przychodów, czyli około 7% całej sprzedaży), dzięki czemu zapowiadany rozwój w tym kierunku również powinien mieć istotny wpływ na marżę brutto

Zagrożenia

- W I kwartale rozpoczął działalność na rynku polskim nowy istotny gracz - Pini Polonia związany z włoskim koncernem Bresaole Pini. Uruchomiona ubojnia jest największa w Polsce, co może doprowadzić do konkurencji z Dudą na rynku żywca
- Wyniki w bardzo dużej mierze zależą od sytuacji na rynku mięsa wieprzowego i kształtowania się jego cen
- Spółka jest narażona na ryzyko walutowe (głównie kurs EUR), jednak jest zarówno importers 20 - 30% surowca, jak i eksporterem (10% - 15% przychodów), a więc ekspozycja netto jest raczej niewielka

Wyniki I półrocza

Skonsolidowane wyniki kwartalne Duda

	II kw. 2010	II kw. 2009	zmiana I-II kw. 2010	I-II kw. 2010	I-II kw. 2009	zmiana
Przychody	338.0	446.1	-24.2%	671.7	832.3	-19.3%
EBITDA	23.1	14.4	60.4%	48.9	30.2	62.0%
EBIT	14.5	5.4	168.8%	31.6	11.8	167.5%
Zysk netto	9.7	-30.5	-	17.5	-75.4	-
Marże						
Marża EBITDA	6.8%	3.2%		7.3%	3.6%	
Marża EBIT	4.3%	1.2%		4.7%	1.4%	
Marża netto	2.9%	-6.8%		2.6%	-9.1%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

W I połowie roku dobrze widoczne były efekty prowadzonej w spółce restrukturyzacji. Przychody zmniejszyły się istotnie, zwłaszcza w dwóch głównych obszarach działalności Dudy - dystrybucji (-18% r/r) oraz produkcji (-20% r/r), co było spowodowane przez kilka czynników. W segmencie produkcyjnym nastąpił spadek liczby ubojów w zakładzie w Grąbkowie o 4% r/r, a ponadto na wartość sprzedaży negatywnie wpływają ceny mięsa wieprzowego niższe średnio o około 18% r/r. W dystrybucji spółka w ramach restrukturyzacji zrezygnowała z handlu z nierentownymi klientami.

Zdecydowanie pozytywne zmiany zaszły na poziomie marży brutto, która wzrosła do 14.6% z 10.5% w I półroczu 2009. Patrząc na marże osiągnięte historycznie, wydaje się, że w ramach dotychczasowego modelu biznesu są to bardzo wysokie poziomy - dalsza poprawa będzie dopiero możliwa przez wzrost udziału rozbioru mięsa w produkcji i przez rozwój segmentu dystrybucyjnego. Jedynie w II kwartale 2008 roku spółka odnotowała tak wysoki marżę brutto.

W ramach programu restrukturyzacji w I półroczu zrealizowano 5.4 mln PLN oszczędności z 8.0 mln PLN zaplanowanych na cały rok. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu zostały zmniejszone o prawie 7 mln PLN (głównie w obszarach transportu i zatrudnienia), jednak to głównie marża brutto była przyczyną znacznego wzrostu rentowności, zarówno na poziomie EBIT, jak i netto.

Wymienione czynniki sprawiły, że rentowności na wszystkich poziomach były dużo wyższe r/r. Prowadzone działania naprawcze skutkowały istotnym obniżeniem zadłużenia, a co za tym idzie - kosztów finansowych. Oczywiście trzeba pamiętać, że wyniki ubiegłego roku były obciążone stratami na opcjach walutowych, ale nawet po oczyszczeniu ich z tego czynnika widoczna jest bardzo istotna poprawa rentowności.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem spółek zajmujących się produkcją i dystrybucją wyrobów mięsnych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 750 mln PLN, czyli 2.43 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 436 mln PLN (1.41 na akcję). Oba metodom przypisujemy równe wagi i dzięki temu uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 593 mln PLN, czyli 1.92 PLN na akcję. Kwota ta przekracza aktualną cenę rynkową o 20.7% i dlatego wydajemy dla spółki rekomendację kupuj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	750	2.43
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	436	1.41
Wycena spółki PKM Duda	593	1.92

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników dla spółki za okres 2010 - 2019
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2019 roku na poziomie 5.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2019 na 2.0%
- W wycenie uwzględniamy jedynie wzrost organiczny spółki
- Ceny skupu mięsa wieprzowego wzrastające o 2.5% rocznie, a od tych cen uzależnione są marże brutto segmentu produkcyjnego
- W tym roku spadek poziomu ubojów w zakładzie w Grąbkowie o 2% r/r, w przyszłym roku wzrost o 6.5% r/r, a potem stopniowe zmniejszanie się tempa wzrostu do 1.5% r/r na koniec okresu prognozy
- Wzrost przychodów z przetwórstwa z tegorocznego poziomu 100 mln PLN, w 2011 roku wzrost o 20% r/r, a potem tempo wzrostu zmniejszające się aż do 3% w ostatnim roku prognozy. Marża brutto przetwórstwa na poziomie 25%
- Udział rozbioru mięsa osiągający 50% w roku 2012, co zwiększy wtedy marżę brutto segmentu produkcji o 2 punkty procentowe
- Wzrost przychodów w segmencie dystrybucji wynoszący -12% w tym roku, a w kolejnych latach stały na poziomie 3% rocznie. Coroczny niewielki spadek marży brutto tego segmentu (o 0.1 punktu procentowego rocznie)
- Cykl konwersji gotówki ulegający w stosunku do obecnego poziomu niewielkiemu pogorszeniu w drugim roku prognozy, a później na stałym poziomie
- Obecna struktura dostaw założona na cały okres prognozy (20% z własnych hodowli, 30% import, a udział skupu krajowego na poziomie 50%)
- Stopniowe umacnianie się PLN wobec EUR i USD (od 2016 roku stałe na poziomach odpowiednio 3.5 oraz 2.5)

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	>2019
Sprzedaż	1368.3	1444.9	1518.0	1588.9	1653.9	1720.4	1777.5	1835.8	1891.8	1949.5	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	47.2	58.0	65.0	72.7	78.6	80.0	82.7	81.7	83.3	84.7	
Amortyzacja	35.2	32.1	29.2	29.5	29.7	29.9	28.3	28.5	27.7	26.9	
Inwestycje	-36.0	-35.3	-31.9	-31.7	-32.0	-31.0	-30.2	-28.8	-29.0	-29.1	
Zmiana kap.obrotowego	0.4	-4.9	-5.6	-5.1	-5.0	-4.5	-3.9	-3.9	-3.6	-3.8	
FCF	46.7	49.9	56.9	65.3	71.4	74.5	76.9	77.4	78.4	78.8	1288.5
Zmiana FCF		6.8%	14.0%	14.9%	9.2%	4.3%	3.2%	0.7%	1.2%	0.5%	2.0%
Dług/Kapitał	63.6%	58.1%	54.4%	50.8%	47.3%	44.2%	41.3%	38.7%	36.4%	34.3%	34.3%
Stopa wolna od ryzyka	4.1%	4.8%	4.9%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	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	5.1%	5.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	6.0%
Koszt kapitału	9.1%	9.8%	9.9%	10.3%	10.5%	10.6%	10.6%	10.7%	10.8%	10.9%	10.0%
WACC	5.4%	6.8%	7.2%	7.6%	8.0%	8.2%	8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	8.2%
PV (FCF)	46.1	46.0	48.7	51.5	51.5	49.2	46.3	42.4	38.9	35.2	575.8
Wartość DCF (mln PLN)	1032										
(Dług) Gotówka netto	-282										
Wycena DCF (mln PLN)	750										
Liczba akcji (mln)	308.9										
Wycena 1 akcji (PLN)	2.43										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny PKM Duda na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
stopa R_r rezydualna	4.0%	2.1	2.4	2.8	3.3	4.1	5.8	9.8
	4.5%	2.0	2.3	2.6	3.0	3.7	4.9	7.4
	5.0%	1.9	2.2	2.4	2.8	3.4	4.3	6.0
	5.5%	1.9	2.1	2.3	2.6	3.1	3.8	5.0
	6.0%	1.8	2.0	2.2	2.5	2.9	3.4	4.4

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 2.43 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją i dystrybucją wyrobów mięsnych. Wartość Dudy oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
HORMEL FOODS CO	HRL	US	7.9	7.8	7.3	9.6	9.1	8.3	15.4	14.8	13.7
MAPLE LEAF FOODS	MFI	CA	7.4	6.6	5.9	13.6	11.9		19.2	14.1	
SMITHFIELD FOODS	SFD	US	5.8	6.0	7.7	8.1	9.2	10.4	9.1	9.5	14.5
PILGRIM'S PRIDE CO	PPC	US	0.6	0.5	0.5	1.5	0.9	0.9	5.3	3.0	3.1
HARBOES BRYGGERI	HARBB	DE	5.8	5.3	4.7	14.0	11.5	9.2	13.1	10.1	8.2
CAMPOFRIO FOOD	CFG	SP	6.5	6.1	5.7	10.0	9.3	8.7	16.7	13.5	11.5
ATRIA PLC	ATRAV	FI	8.5	6.6	6.0	23.5	13.3	10.8	20.4	10.5	8.0
TER BEKE N.V.	TERB	BE	4.8	4.7	4.5	11.6	10.8	10.5	12.7	12.1	11.7
SARA LEE CORP	SLE	US	7.6	7.1	7.2	11.6	10.3	9.8	16.1	14.4	14.2
KERRY GROUP PLC-A	KYG	IR	9.8	9.1	8.5	12.3	11.3	10.6	13.6	12.2	11.1
CRANSWICK PLC	CWK	GB	7.2	6.8	6.5	8.9	8.4	8.1	11.4	10.5	10.0
Mediana			7.2	6.6	6.0	11.6	10.3	9.5	13.6	12.1	11.3

Dług netto

Wyniki spółki (mln PLN)	282.1	93.4	103.7	109.5	58.2	71.6	80.3	29.1	40.3	48.2
-------------------------	-------	------	-------	-------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	390	402	375	393	455	481	396	488	545
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Wycena **436**

Wycena na 1 akcję **1.41**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki Duda na 1.41 PLN.

Duda

Historia spółki

Historia Polskiego Koncernu Mięsnego Duda sięga 1990 roku, gdy rodzina Duda założyła pierwszą własną ubojnię. Wraz z rozwojem firmy zmieniały się prawne formy działalności - w 2000 roku nastąpiło przekształcenie w spółkę z o.o., a rok później w spółkę akcyjną. W roku 2002 miał miejsce debiut Dudy na GPW. Następne dwa lata przyniosły dwie kolejne emisje akcji i dzięki temu w 2004 roku sfinansowane zostało przejęcie Maktonu.

W latach 2005 - 2006 spółka prowadziła kolejne przejęcia, m.in. w segmencie dystrybucji, a także zwiększała skalę działalności. Następnym dużym przejęciem było nabycie Stołu Polskiego w roku 2007. W tym samym roku spółka pozyskała prawie 150 mln PLN w celu sfinansowania ekspansji na Ukrainie - większa część tej kwoty posłużyła do akwizycji firmy Rosan Agro.

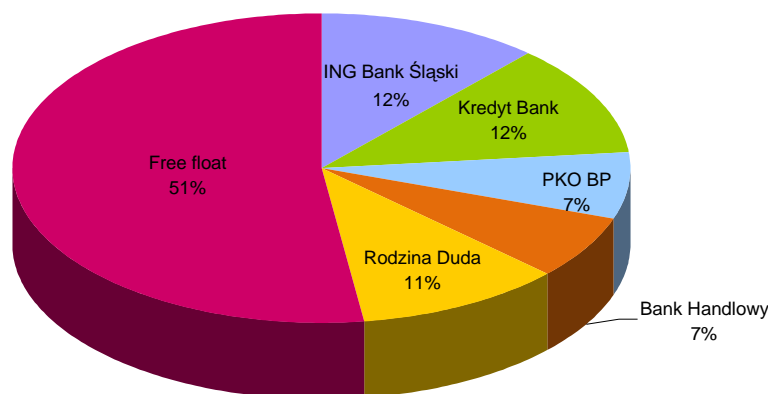
Postępowanie naprawcze

Rok 2009 okazał się bardzo zły dla spółki - osłabienie PLN spowodowało ogromne straty na opcjach walutowych, co w połączeniu z już wcześniej wysokiego zadłużenia doprowadziło Dudę na skraj bankructwa (roczna strata netto przekroczyła 300 mln PLN). W połowie ubiegłego roku został jednak zawarty układ z 7 bankami-wierzycielami, dzięki czemu uzyskały one większościowy udział w akcjonariacie, a sama spółka zaczęła przechodzić głęboką restrukturyzację. W połowie bieżącego roku Duda pozyskał około 90 mln PLN w drodze emisji akcji.

Akcjonariat

Dzięki czerwcowej emisji akcji zmniejszył się udział banków w akcjonariacie (wcześniej ponad 50%). Oprócz tego zwiększył się udział rodziny Duda (z 6%).

Struktura akcjonariatu



Źródło: PKM Duda S.A.

Wyjście banków z akcjonariatu

Do końca 2012 roku spółka ma prawo do odkupienia akcji od banków po cenach emisyjnych wynoszących 1.1 PLN i 1.3 PLN (kwoty dotyczą odpowiednio akcji wyemitowanych w celu konwersji zadłużenia z kredytów bankowych i transakcji opcyjnych) z uwzględnieniem wartości pieniądza w czasie (przyjęta stopa procentowa to WIBOR 3M + 7%). Buy-back akcji przez spółkę wymaga zgody przynajmniej jednego z członków rodziny Duda.

Do końca 2012 roku prawo odkupienia akcji ma również rodzina Duda. W tym przypadku cena została ustalona w inny sposób - jest to wyższa z kwot:

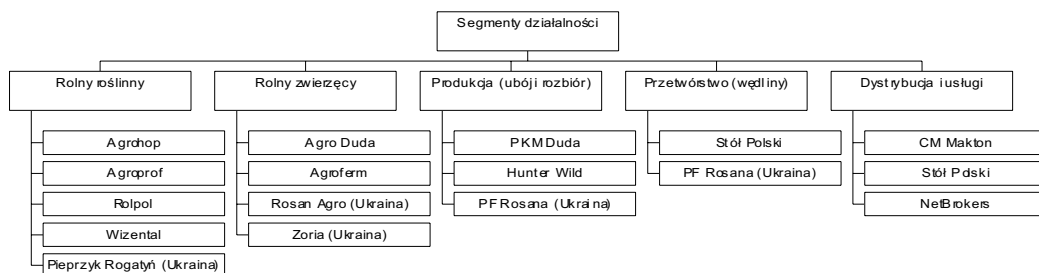
- trzymiesięcznej średniej ceny rynkowej pomniejszonej o 25%,
- cena emisyjna (1.1 PLN lub 1.3 PLN) z uwzględnieniem kosztu pieniądza (stopa WIBOR 3M + 10%).

Model biznesu

Struktura grupy i segmenty działalności

Grupa Duda złożona jest z kilkudziesięciu spółek zależnych, które działają w jednym z kilku segmentów. Pod względem przychodów zdecydowanie najmniejsze są oba segmenty rolne, których głównym zadaniem jest produkcja na potrzeby grupy. W planach jest sprzedaż całej ukraińskiej części segmentu rolnego roślinnego.

Wybrane podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej PKM Duda



Źródło: PKM Duda S.A.

Produkcja była pierwotnym obszarem działalności spółki Duda, jednak dzięki przejęciom udział dystrybucji w przychodach jest obecnie największy ze wszystkich segmentów. W ramach nowej strategii intensywnie ma być rozwijany, charakteryzujący się wyższą marżą brutto, segment przetwórstwa, czyli wyrobu wędlin. Największymi spółkami grupy są jednostkowy PKM Duda (37% przychodów grupy w 2009 roku) i połączone na początku października Makton i Stół Polski (odpowiednio 32% i 20% przychodów grupy za 2009 rok).

Połączenie Maktonu i Stołu Polskiego

W ramach restrukturyzacji dokonano połączenia zależnych spółek Makton i Stół Polski. Dzięki temu większość segmentu dystrybucyjnego Dudy będzie działać w ramach Maktonu. Będzie się on zajmował się przede wszystkim hurtowym handlem wyrobami mięsnymi (łącznie 12 centrów dystrybucji) i prowadzeniem sieci sklepów patronackich (ponad 500 placówek), a także wyrobem wędlin, czym dotychczas zajmował się Stół Polski. Integracja części dystrybucyjnej Dudy powinna przynieść oszczędności kosztowe, które można szacować na kilka mln PLN rocznie.

Dostawcy

Spółka pozyskuje żywiec wieprzowy dla segmentu produkcyjnego z trzech źródeł:

- prawie połowa jest skupowana w Polsce,
- około 20% pochodzi z własnych hodowli
- reszta jest importowana przede wszystkim z Niemiec, a także z Danii i Holandii.

Kanały dystrybucji

Niski udział sieci handlowych

Cechą wyróżniającą spółkę jest niski udział sprzedaży do sieci handlowych - obecnie wynosi on około 5%, a w przyszłym roku powinien on jeszcze się zmniejszyć, głównie ze względu na niskie marże. Udział sieci powinien wzrosnąć dopiero wraz z rozwojem produkcji wędlin, ponieważ w tym przypadku spółka będzie mogła osiągać satysfakcjonujące marże nawet przy dostawach do sieci.

Nacisk na eksport

W ubiegłym roku eksport stanowił prawie 11% przychodów. Jednym ze strategicznych celów spółki jest rozwój sprzedaży eksportowej. Większość sprzedaży zagranicznej rozliczana jest w EUR (Unia Europejska, Ukraina i inne kraje z za wschodniej granicy Polski) i w mniejszym stopniu w USD (rynek Dalekiego Wschodu - Japonia, Korea Płd.). Eksport charakteryzuje się wyższymi marżami brutto niż krajowa sprzedaż Dudy.

Konkurenci

Dotychczas największymi konkurentami Dudy na rynku polskim były:

- Animex - własność amerykańskiego Smithfield Foods (marki Krakus i Morliny, roczne przychody wynoszą około 3 mld PLN)
- Grupa Sokołów - drugi gracz na rynku polskim o przychodach rzędu 2 mld PLN.

Pini Polonia

Nowym silnym konkurentem Dudy jest uruchomiony w I kwartale w Kutnie zakład Pini Polonia - spółki zależnej włoskiego Bresaole Pini. Jego dobowe moce ubojowe mogą przekraczać 8 tys. sztuk trzody chlewnej, co czyni go największą ubojnią w Polsce i trzecią w Europie. Roczne moce produkcyjne na poziomie 3 mln sztuk są znacznie większe od zakładu Dudy w Grąbkowie (w ubiegłym roku niecałe 900 tys. ubojów). Docelowe roczne przychody Pini Polonia szacowane są na około 400 mln EUR, czyli ponad 1.5 mld PLN.

Pojawienie się tak dużego gracza na polskim rynku na pewno jest dużym zagrożeniem dla Dudy. Po pierwsze, spółce przybył nowy konkurent rynkowy, co może mieć negatywny wpływ na osiągane marże. Z drugiej strony, Pini Polonia prawdopodobnie skoncentruje się na sieciowym kanale dystrybucji, a więc w tym, który ma małe znaczenie dla Dudy. Drugim zagrożeniem jest konkurencja na rynku surowca - oba zakłady znajdują się w centralnej Polsce, co może spowodować walkę o żywiec wieprzowy.

Wysokie marże brutto osiągnięte przez Dudę w I półroczu nie potwierdzają obaw związanych z Pini Polonia. Możliwe jest, że zakład ten będzie najgroźniejszy dla małych zakładów mięsnych.

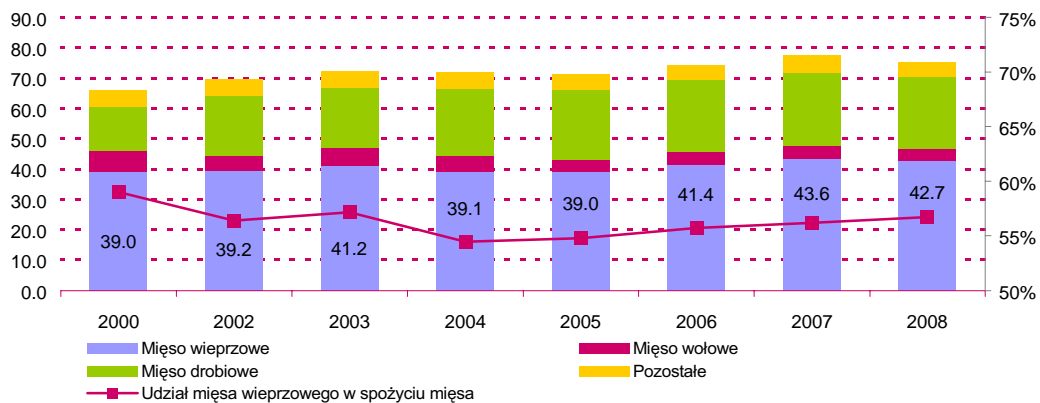
Duży potencjał konsolidacyjny rynku

Udział Dudy w polskim rynku mięsnym jest szacowany na 5%. Łączne udziały trzech obecnych liderów rynku (Animex, Sokołów, Duda) wynoszą około 20%, co oznacza, że 80% rynku jest silnie rozdrobnione - obecni tam są co najwyżej regionalni gracze. Dzięki takiej strukturze rynku prawdopodobne jest, że Duda jako spółka giełdowa mająca względnie łatwy dostęp do kapitału, zwłaszcza w przypadku udanej restrukturyzacji będzie w stanie wystąpić w roli podmiotu konsolidującego rynek.

Rynek

Spożycie mięsa w Polsce od wielu lat utrzymuje się na dosyć stabilnym poziomie z niewielką tendencją wzrostową. Wielkość konsumpcji mięsa wieprzowego jest jeszcze bardziej stabilna. Od 2004 roku udział mięsa wieprzowego w spożyciu mięsa w Polsce oscyluje wokół 55%.

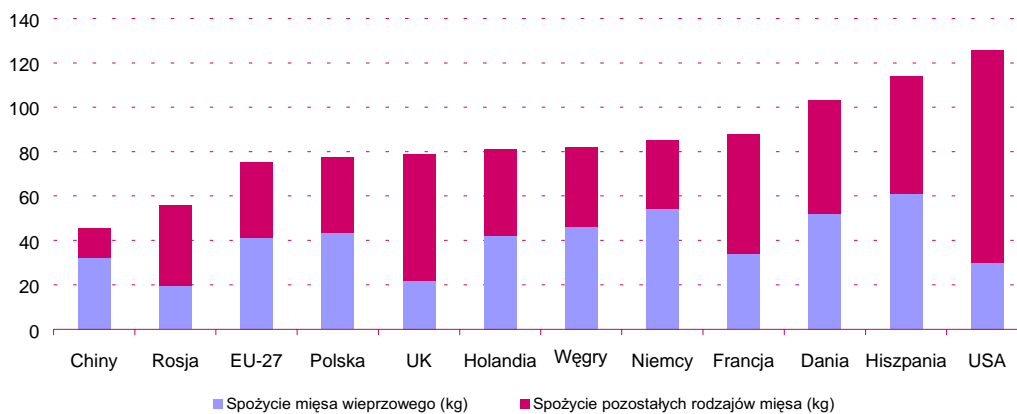
Struktura spożycia mięsa w Polsce w kg na osobę i udział wieprzowiny w



Źródło: IERiGŻ-PIB, GUS

Wielkość konsumpcji mięsa, również wieprzowego, w Polsce jest na poziomie bardzo zbliżonym do średniej z całej Unii Europejskiej i dlatego raczej nie należy dostrzegać dużego potencjału wzrostowego w tym rynku. Z drugiej jednak strony, rynki o znacznym potencjale do wzrostu sąsiadują z Polską od wschodu, a Duda jest już obecny na Ukrainie.

Spożycie mięsa w kg na osobę w wybranych krajach (2007)

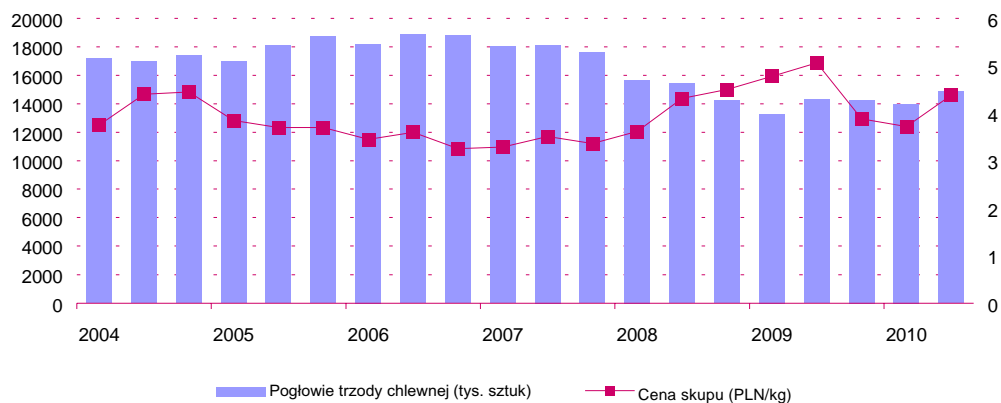


Źródło: Eurostat, U.S. Department of Agriculture Foreign Agricultural Service

Ceny surowców

Sytuacja na rynku surowców ma bezpośredni wpływ na rentowność segmentu produkcyjnego Dudy.

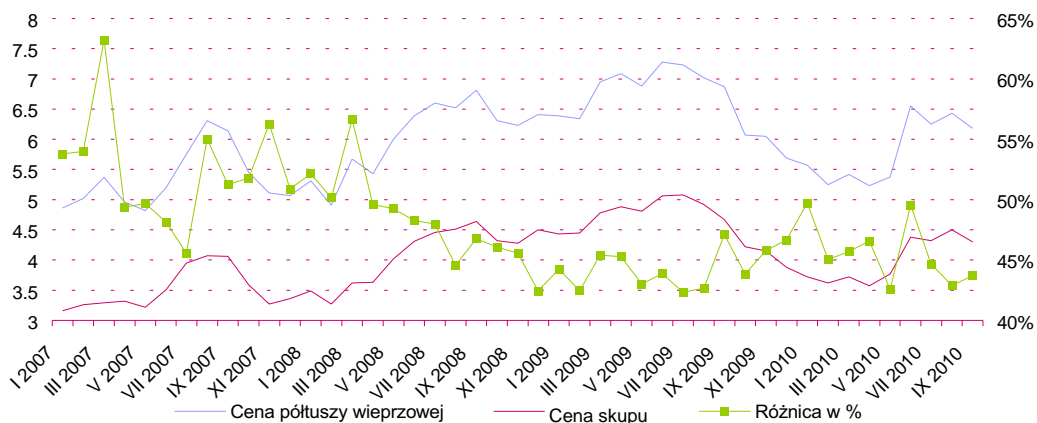
Porównanie pogłowia trzody chlewnej w Polsce z ceną skupu żywca



Źródło: GUS

Dobrze widoczna jest zależność pogłowia i cen skupu - po spadku podaży żywca następuje wzrost cen skupu. W I półroczu cena skupu istotnie wzrosła, a towarzyszył temu wzrost pogłowia i dlatego w II połowie roku raczej nie należy spodziewać się dalszych wzrostów.

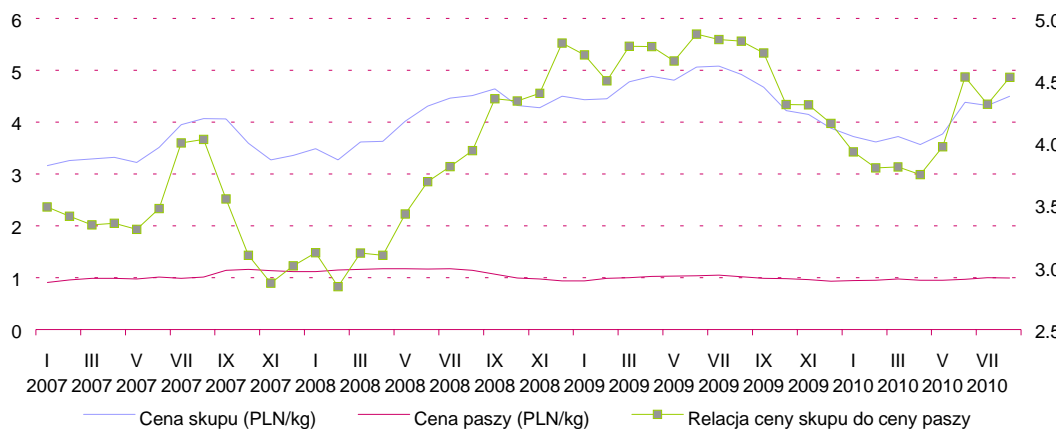
Porównanie cen skupu żywca i cen półtuszy (2007 - 2010)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny"

Różnica cen skupu i cen półtuszy jest obecnie na dosyć niskim poziomie, dzięki czemu opłacalność produkcji nie powinna już ulegać dalszemu pogorszeniu.

Porównanie cen skupu żywca wieprzowego i cen pasz (2007 - 2010)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa i Rozwoju Wsi, "Rynek wieprzowiny", "Rynek pasz"

Relacja cen skupu i pasz głównie opisuje opłacalność hodowli - widać, że obecnie jest ona dosyć duża, co przełożyło się na wzrost pogłowia trzody chlewnej w Polsce.

Bilans mięsa wieprzowego w Polsce w latach 2002 - 2008 (w tys. ton)



Źródło: GUS

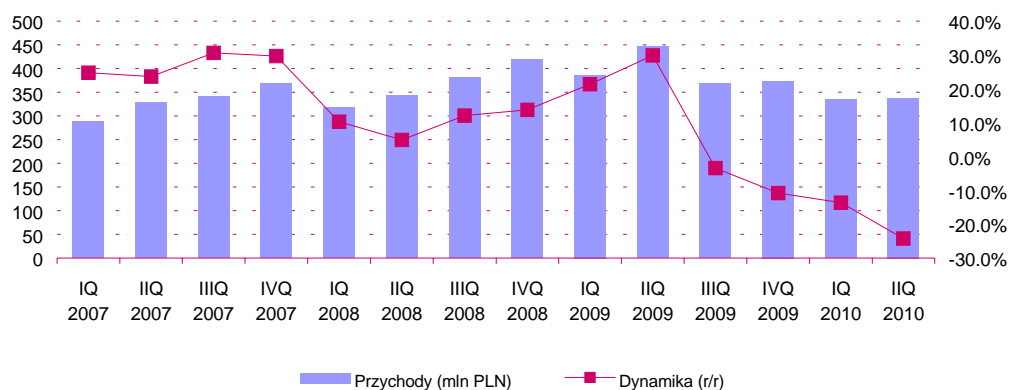
Do roku 2008 (nowsze dane nie są dostępne) umacnianie się PLN wobec EUR skutkowało wzrostem importu mięsa wieprzowego. Na uwagę zasługuje również coroczny wzrost eksportu.

Wyniki finansowe

Sprzedaż

Duda prowadzi na tyle zdywersyfikowaną działalność, że efekty sezonowe nie są bardzo znaczące. Sprzedaż wyrobów mięsnych wzrasta w związku z okresami świątecznymi Wielkanocy i Bożego Narodzenia. Segment dystrybucyjny prowadzący działalność w dużych miastach odnotowuje spadek przychodów w ciągu wakacji.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r

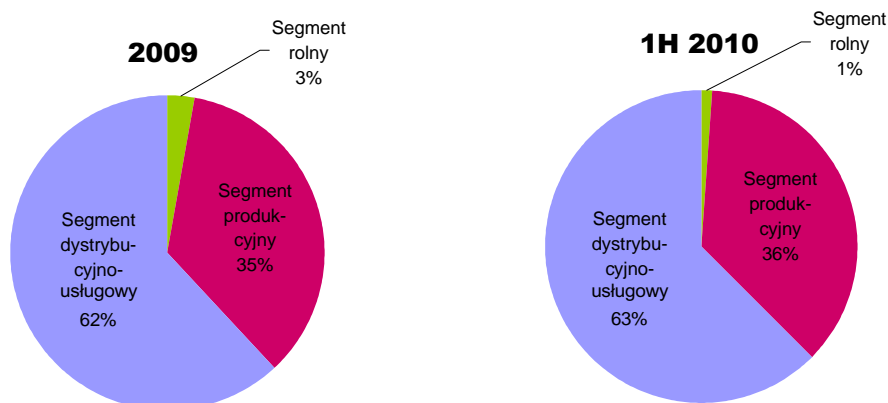


Źródło: PKM Duda S.A.

Spółka konsekwentnie zwiększała przychody aż do połowy roku 2009, gdy restrukturyzacja i trudna sytuacja płynnościowa wpłynęły na znaczący spadek sprzedaży. Od tamtego czasu prowadzona restrukturyzacja i skoncentrowanie się na rentowności, a także niskie ceny mięsa wieprzowego sprawiają, że od kilku kwartałów przychody spadają r/r.

Można się jednak spodziewać, że negatywny wpływ restrukturyzacji na przychody będzie coraz mniejszy i dlatego uważamy, że w przyszłym roku sprzedaż powinna już wzrosnąć.

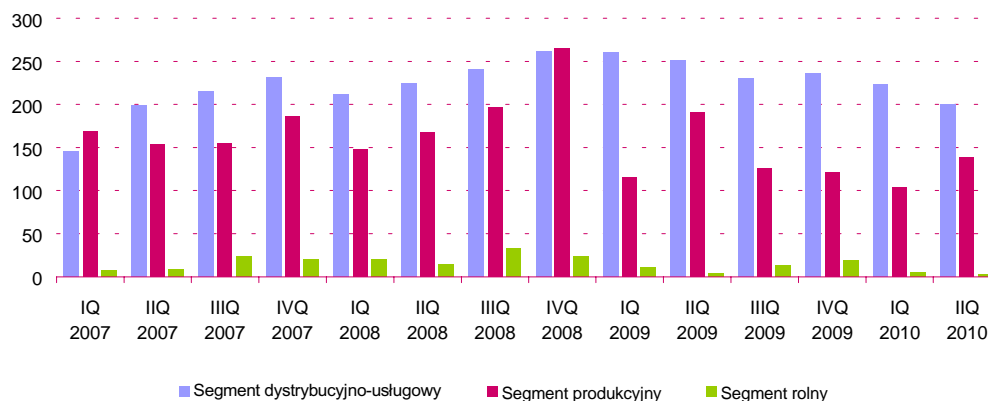
Struktura przychodów za rok 2009 i 1H 2010



Źródło: PKM Duda S.A.

Dzięki przejęciom Duda przekształcił się ze spółki produkcyjnej w grupę, która osiąga większość przychodów z dystrybucji. Mniejszy udział segmentu rolnego w I półroczu wynika z sezonowości, która sprawia, że większość sprzedaży osiągnięta jest tam w drugiej połowie roku.

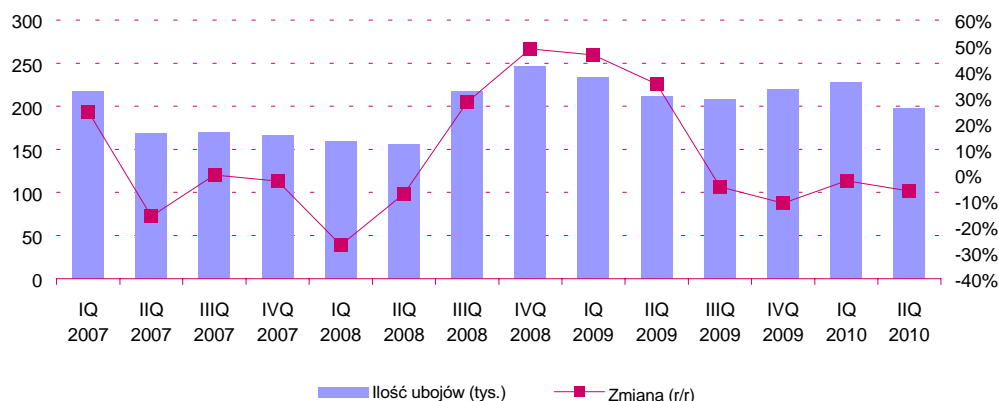
Kwartalne przychody w poszczególnych segmentach (mln PLN)



Źródło: PKM Duda S.A.

Większe wahania sprzedaży dotyczą segmentu produkcyjnego, w którym wartość przychodów uzależniona jest od rynkowych cen mięsa. Przychody dystrybucji są bardziej stabilne i dlatego teraz, przy niskich cenach mięsa, znacznie przekraczają sprzedaż produkcji.

Poziom ubojów w zakładzie PKM Duda w Grąbkowie (tys. sztuk)



Źródło: PKM Duda S.A.

Według spółki, moce produkcyjne zakładu w Grąbkowie wynoszą około 1 mln ubojów rocznie, a z tego wynika, że obecnie wykorzystywane są one w 80% - 85%. Zgodnie z zapowiedziami, w przyszłym roku ma wzrosnąć stopień wykorzystania mocy produkcyjnych.

Plany ekspansji

W ramach strategii spółka zamierza skupić się na kilku obszarach działalności, które mają być intensywnie rozwijane, zarówno organicznie, jak i przez przejęcia. Są to:

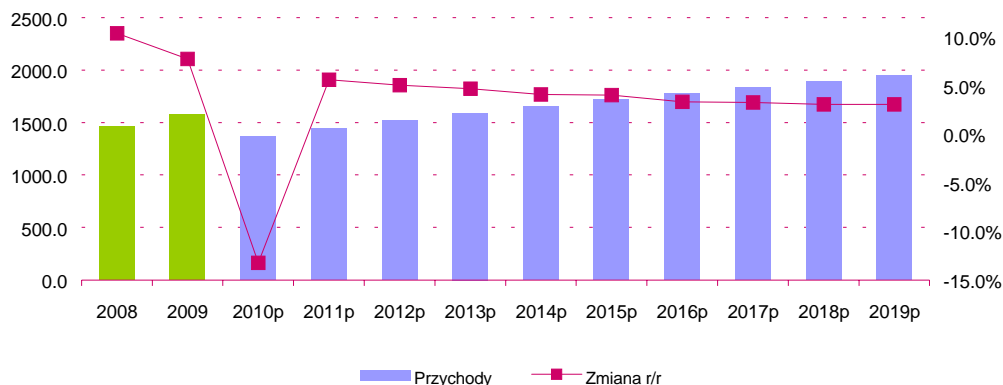
- ❑ przetwórstwo (produkcja wędlin) - obecnie generuje około 100 mln PLN przychodów rocznych, w porównaniu do obecnej działalności Dudy, charakteryzuje się wyższymi marżami brutto (ponad 25%)
- ❑ dystrybucja dla segmentu HoReCa (hotele, restauracje, kawiarnie) - teraz roczna sprzedaż dla tego rodzaju klientów wynosi kilkanaście mln PLN. Zapowiedzi spółki mówią o kilkukrotnym zwiększeniu tej kwoty, głównie dzięki przejęciom.

Spółka zamierza przeznaczyć na rozwój w najbliższych latach około 100 mln PLN, a większa część z tej kwoty ma posłużyć na sfinansowanie akwizycji. Najprawdopodobniej będą to przejęcia w segmencie przetwórstwa (producenci wędlin z rozpoznawalnymi markami) i dystrybucji. Głównym źródłem do sfinansowania tych nakładów ma być sprzedaż zbędnych aktywów, a w drugiej kolejności finansowanie dłużne.

Prognoza sprzedaży

W naszej prognozie uwzględniamy jedynie rozwój organiczny spółki i dlatego pomijamy efekty potencjalnych przejęć. Zakładamy, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych zakładu w Grąbkowie, szacowanych obecnie na 1 mln ubojów rocznie, w kolejnych latach będzie się zwiększać (teraz moce wykorzystywane są w 80% - 85%). Kolejnym czynnikiem wzrostu przychodów będzie rozwój przetwórstwa, czyli wyrobu wędlin - obecnie generuje on około 100 mln PLN. Uważamy, że w drodze rozwoju organicznego możliwe są tu wzrosty rzędu 15% - 20% rocznie.

Prognoza przychodów ma lata 2010 - 2019

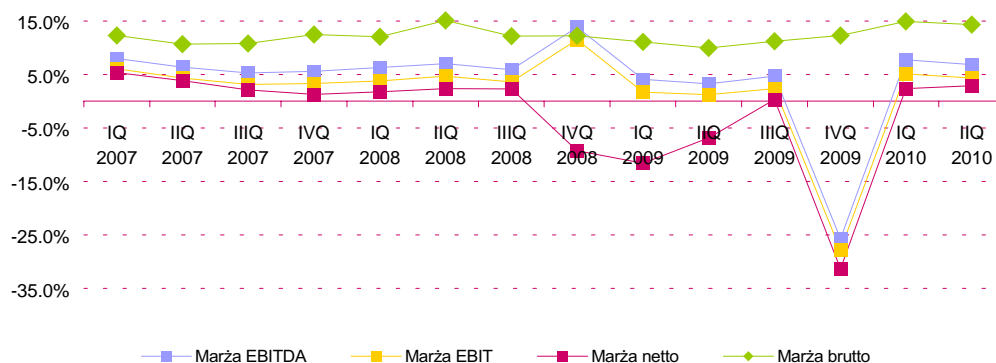


Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W segmencie dystrybucji przyjmujemy roczny wzrost w tempie 3% od 2011 roku, głównie ze względu na to, że tutaj zwiększenie sprzedaży będzie najprawdopodobniej osiągnięte w drodze przejęć, m.in. w segmencie dostawców HoReCa.

Marże

Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: PKM Duda S.A.

Należy zauważyć, że w porównaniu z historycznymi wynikami, marże osiągnięte przez Dudę w ciągu I półrocza kształtowały się na rzeczywiście wysokich poziomach. W dużej mierze było to zasługą wysokiej marży brutto (wyższa odnotowana została tylko w II kwartale 2008, przy bardzo mocnym PLN), ale widoczny jest również efekt optymalizacji na poziomie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.

Ekspozycja na ryzyko walutowe

Spółka jest zarówno importerem (zakup około 20 - 30% żywca wieprzowego głównie w EUR), jak i eksporterem (10% - 15% przychodów, głównie EUR, ale również w USD). Duda jest jednak w stanie zmieniać poziomy importu oraz w mniejszym stopniu eksportu, w zależności od ich opłacalności. W przypadku zmian cen walut możliwa jest zmiana udziału importowanego surowca, co ma na celu naturalny hedging.

Ze względu na wielkie straty z 2009 roku, spółka zapewnia, że instrumenty pochodne nie będą już wykorzystywane do zabezpieczania przed ryzykiem walutowym. W ramach grupy mogą się one pojawić jedynie w ramach zależnego Netbrokers w postaci forwardów.

Plany zwiększenia marży brutto

W skład przedstawionej w tym roku strategii spółki wchodzi działania, których celem jest poprawa marży brutto. Najważniejszymi z nich są:

- ❑ zwiększenie udziału rozbioru mięsa - obecnie jego udział w całej produkcji mięsa wynosi około 20%, docelowo dotyczyć 50% ubojów, co ma zwiększyć marżę brutto segmentu produkcyjnego w przybliżeniu o 2 punkty procentowe,
- ❑ rozwój wyrobu wędlin (przetwórstwa) - obecnie spółka osiąga rocznie około 100 mln PLN przychodów z tej kategorii (7% ogółu sprzedaży), strategicznym celem jest osiągnięcie poziomu 500 mln PLN, jednak ponad połowa tego wzrostu powinna być efektem przejęć.

Restrukturyzacja

W ramach programu Duda 2012 spółka zapowiada na najbliższe lata (2010 - 2014) osiągnięcie 80 mln PLN oszczędności kosztowych. Głównymi obszarami, gdzie wydatki mają być zoptymalizowane są:

- ❑ zarządzanie segmentem dystrybucyjnym - oszczędności przewidywane są na 31 mln PLN (na początku października doszło do połączenia spółek Makton i Stół Polski, co ma przynieść kilka mln PLN oszczędności rocznie)
- ❑ centralizacja zakupów całej grupy - spółka zapowiada 27 mln PLN oszczędności, co ma być osiągnięte przez około 6 - 8 mln PLN oszczędności rocznie (w I półroczu scentralizowano już zakupy energii i paliwa i ma to zmniejszyć roczne koszty o około 1.5 mln PLN)
- ❑ zmniejszenie kosztów zatrudnienia - spółka szacuje je na 14 mln PLN
- ❑ obniżenie kosztów transportu - efekty są szacowane na 4.5 mln PLN (niektóre rozwiązania zostały już wdrożone).

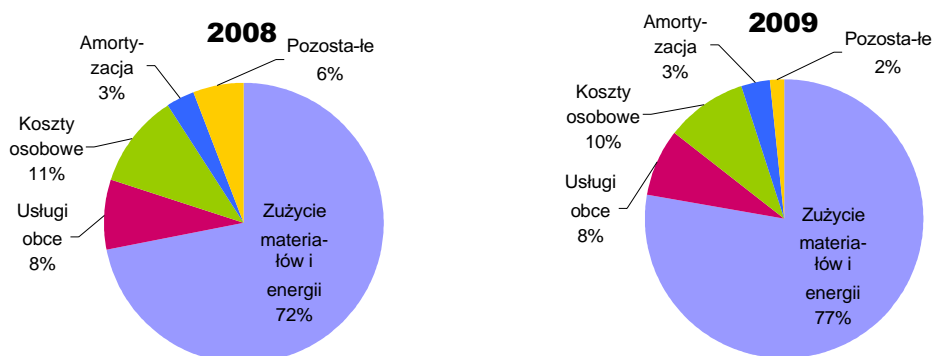
Na bieżący rok spółka zapowiadała osiągnięcie 8 mln PLN oszczędności, z czego w I półroczu zostało zrealizowane 5.4 mln PLN.

Sprzedaż aktywów

W ramach restrukturyzacji spółka zapowiada również sprzedaż aktywów za łączną kwotę około 70 mln PLN. W tym roku ogłoszona została sprzedaż elewatorów w Polsce (16.6 mln PLN) i aktywa segmentu rolnego na Ukrainie (maksymalnie 3.5 mln USD). Oznacza to, że w tym roku wpływy ze zbycia aktywów powinny przekroczyć 20 mln PLN. Wpływy z tego tytułu mogą być jeszcze większe w przyszłym roku.

Koszty

Struktura kosztów rodzajowych w latach 2008 i 2009



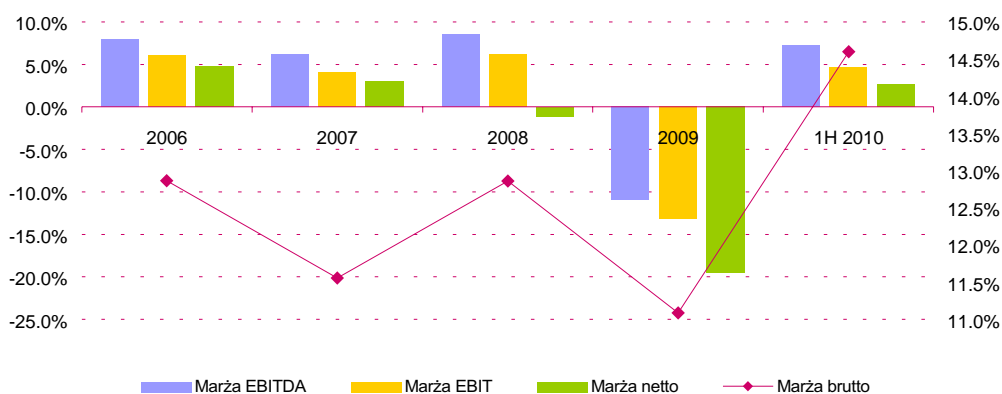
Źródło: PKM Duda S.A.

W przypadku takiej spółki, jak Duda nie powinien dziwić duży udział zużycia materiałów i energii w strukturze kosztów. Pozytywnie należy ocenić redukcję kosztów zatrudnienia.

Rentowność

Po ogromnych stratach z 2009 roku, Duda w I i II kwartale odnotował dosyć wysokie rentowności na wszystkich poziomach. W przypadku Dudy nie występuje wyraźna sezonowość marż, które są bardziej uzależnione od cen surowców.

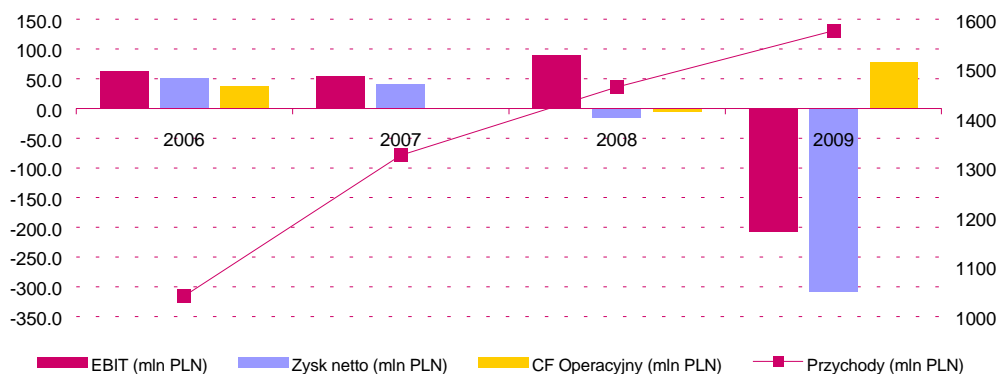
Marże brutto, EBITDA, EBIT i netto w poszczególnych latach



Źródło: PKM Duda S.A.

W I półroczu spółka osiągnęła bardzo dobrą marżę brutto, która z kolei przyczyniła się do wzrostu rentowności na wszystkich poziomach. Marże EBITDA i EBIT ukształtowały się na poziomach wyższych niż w roku 2007, a marża netto była jedynie nieznacznie niższa.

EBIT, zysk netto i cash flow operacyjny w poszczególnych latach



Źródło: PKM Duda S.A.

Wysoki CF Operacyjny został w ubiegłym roku osiągnięty głównie dzięki poprawie rotacji zapasów i należności. W I półroczu spółka osiągnęła CF Operacyjny na poziomie bliskim ubiegłorocznego.

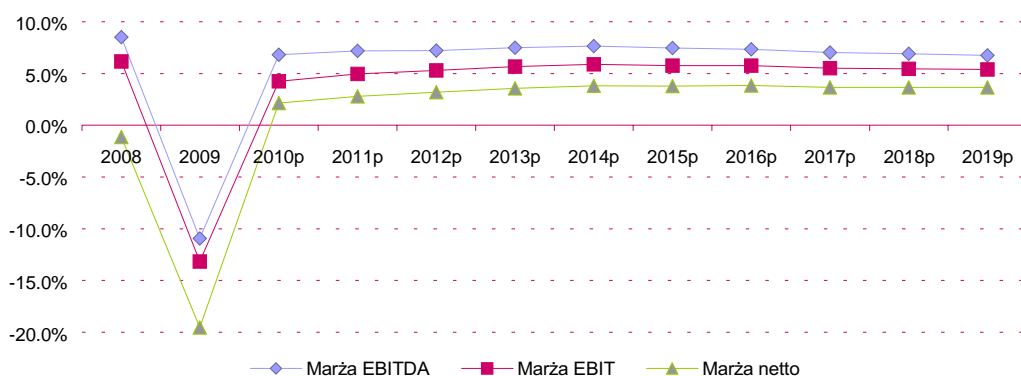
Koszty finansowe

Spółka zapewnia, że po ubiegłorocznych problemach, instrumenty pochodne nie będą już stosowane, z wyjątkiem forwardów w zależnej spółce Netbrokers. Dzięki czerwcowej emisji akcji, zadłużenie Dudy zmniejszyło się do poniżej 300 mln PLN. Znaczna większość zadłużenia jest denominowana w PLN.

Według naszych szacunków, spółka będzie w stanie spłacić w tym roku jeszcze około 20 mln PLN w tym roku, a tegoroczny zysk EBITDA prognozujemy na 93.4 mln PLN, co oznaczałoby, że na koniec tego roku wskaźnik długu netto do EBITDA wyniesie około 2.8. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, współczynnik ten spadnie poniżej 2.5 w przyszłym roku.

Prognoza marż

Prognoza marż EBITDA, EBIT i netto ma lata 2010 - 2019



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W naszej prognozie zakładamy stopniowy wzrost marży brutto ponad obecne poziomy (prognozujemy, że 15% przekroczy w 2014 roku w porównaniu z 14.6% w I półroczu), co spółka powinna osiągnąć dzięki działaniom takim, jak zwiększenie udziału rozbiórów w produkcji, a także rozwój segmentu przetwórstwa. Kolejnym, mniej znaczącym, czynnikiem poprawy rentowności będzie zakładane przez nas wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w tempie wolniejszym od wzrostu sprzedaży.

Nasze założenia wydają się konserwatywne, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że prognozujemy jedynie nieznaczny wzrost marży brutto oraz powolne zwiększanie się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, podczas, gdy spółka zapowiada na najbliższe lata ich obniżenie.

Porównanie z konkurentem

Oprócz Dudy, jedyną notowaną na GPW spółką zajmującą się przetwórstwem mięsa i charakteryzującą się dużą skalą działalności jest Indykpol. Zgodnie z nazwą, jego model biznesu opiera się na mięsie drobiowym, którego rynek różni się istotnie od rynku mięsa wieprzowego. Pomimo tego uważamy, że z uwagi na podobieństwa tych spółek, warto dokonać porównania ich wyników.

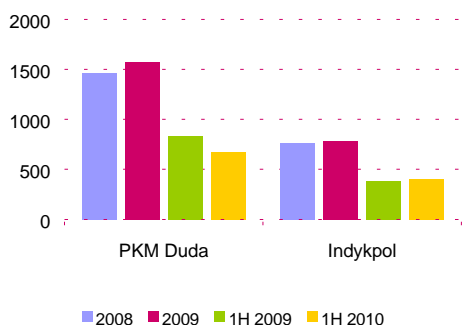
Od razu widać, że Duda osiąga znacznie większe przychody niż Indykpol, ale warto pamiętać, że w skład grupy kapitałowej Duda wchodzi również część dystrybucyjna, której nie ma w ramach Indykpolu. W ubiegłym roku Duda osiągnął wyższą dynamikę sprzedaży (7.8% r/r w porównaniu z 2.3% r/r Indykpolu), jednak w I półroczu, głównie z powodu restrukturyzacji i spadku cen wieprzowiny, przychody Dudy spadły o 19% r/r, podczas, gdy sprzedaż Indykpolu wzrosła o 3.8% r/r.

Pomimo, że Indykpol osiąga wyższe marże brutto (w I półroczu było to ponad 18% w porównaniu z 14.6% Dudy), to w 2008 roku i tegorocznym I półroczu marża EBIT była większa dla Dudy. W I półroczu nastąpiła wyraźna poprawa marży EBIT Dudy, natomiast marża EBIT Indykpolu ukształtowała się na poziomie nieco niższym od ubiegłorocznego.

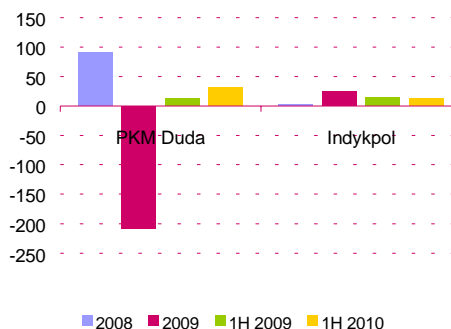
Podobnie do marży EBIT zachowywała się marża netto. Warto zauważyć, że Indykpol poniósł dużo mniejsze straty na opcjach i rozwijał się tylko organicznie, dzięki czemu rok 2009 zakończył, w odróżnieniu od Dudy, z zyskiem netto. W I półroczu Indykpol odnotował około 6 mln PLN straty z aktualizacji wyceny instrumentów pochodnych, związanej z gwałtownym umocnieniem JPY i dlatego jego rentowność netto była nieznacznie niższa r/r. W przypadku Dudy w pierwszej połowie tego roku, dzięki restrukturyzacji, marża netto osiągnęła dość wysoką wartość na poziomie 2.6%.

Sprzedaż, EBIT

Sprzedaż (mln PLN)

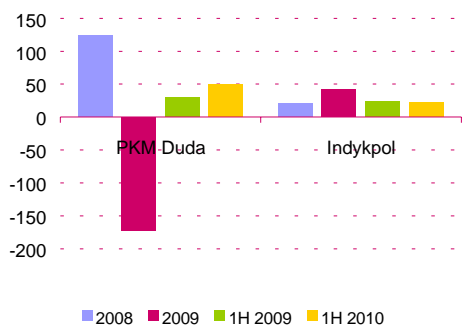


EBIT (mln PLN)

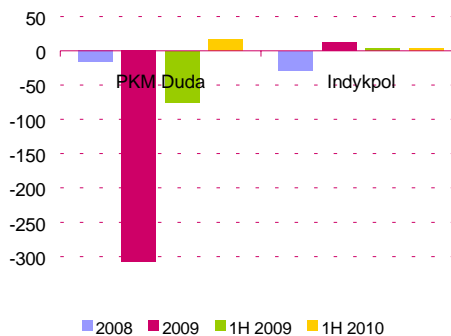


EBITDA, zysk netto

EBITDA (mln PLN)

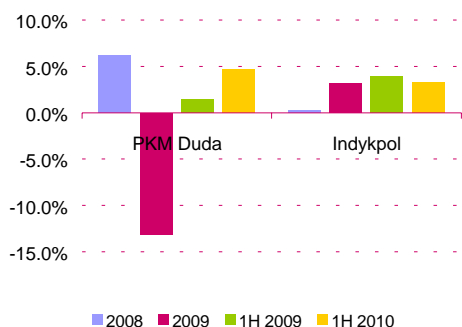


Zysk netto (mln PLN)

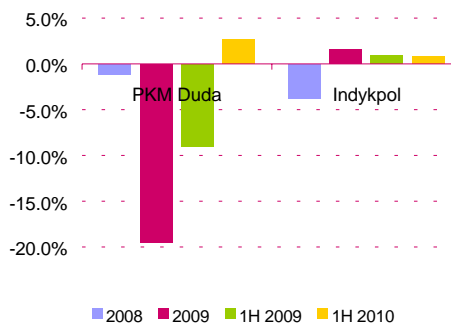


Marża EBIT, marża netto

Marża EBIT



Marża netto



Źródło: Sprawozdania spółek

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
przychody netto	1 041.2	1 325.3	1 463.1	1 576.5	1 368.3	1 444.9	1 518.0	1 588.9	1 653.9
koszty wytworzenia	907.2	1 172.2	1 274.9	1 401.7	1 171.3	1 233.9	1 293.5	1 352.5	1 402.2
zysk brutto na sprzedaży	134.0	153.2	188.2	174.8	197.0	211.0	224.5	236.3	251.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	90.4	117.3	145.5	153.2	142.3	143.2	148.1	150.7	158.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	19.5	18.7	47.5	-229.3	3.6	3.8	3.9	4.1	4.3
EBITDA	82.9	82.2	124.7	-172.7	93.4	103.7	109.5	119.2	126.7
EBIT	63.0	54.5	90.1	-207.7	58.2	71.6	80.3	89.7	97.1
saldo finansowe	-3.2	-6.1	-99.9	-119.9	-22.3	-21.8	-20.8	-20.2	-19.5
zysk przed opodatkowaniem	59.8	48.4	-9.8	-327.6	36.0	49.8	59.5	69.6	77.5
podatek dochodowy	9.0	8.0	6.6	-20.0	6.8	9.5	11.3	13.2	14.7
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	50.3	40.1	-16.6	-307.8	29.1	40.3	48.2	56.4	62.8
EPS	1.04	0.42	-0.17	-1.36	0.11	0.13	0.16	0.18	0.20

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
aktywa trwałe	357.5	569.2	721.9	547.5	535.8	528.7	555.1	580.7	605.8
wartości niematerialne i prawne	2.9	2.3	158.8	109.1	106.4	105.0	103.6	102.2	100.8
rzeczowe aktywa trwałe	234.0	358.9	434.1	390.1	390.9	356.7	324.9	327.5	329.8
inwestycje długoterminowe	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
aktywa obrotowe	238.9	310.5	377.1	216.9	249.9	250.4	265.8	295.4	331.2
zapasy	71.9	91.4	136.5	66.9	68.4	72.2	75.9	79.4	82.7
należności	119.8	186.4	220.1	127.5	130.0	130.0	136.6	143.0	148.9
inwestycje krótkoterminowe	47.3	32.6	20.1	0.5	30.5	28.0	34.2	54.9	82.6
rozliczenia międzyokresowe	0.0	0.0	0.4	22.0	21.0	20.0	19.0	18.0	17.0
aktywa razem	596.4	879.6	1 098.9	764.4	785.7	779.0	820.9	876.1	937.0
kapitał własny	268.1	447.5	380.2	257.0	286.1	326.4	374.6	431.0	493.8
zobowiązania	328.3	431.0	717.4	506.0	499.6	452.6	446.3	445.1	443.2
zobowiązania długoterminowe	134.1	106.8	155.1	114.4	243.5	221.0	216.0	213.5	211.0
zobowiązania krótkoterminowe	172.1	295.3	521.8	391.6	251.2	226.8	225.7	227.0	227.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	2.5	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5
pasywa razem	596.4	878.5	1 097.6	763.0	785.7	779.0	820.9	876.1	937.0
BVPS	5.56	4.64	3.91	1.14	1.07	1.06	1.21	1.40	1.60

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
wynik netto	50.3	40.1	-16.6	-307.8	29.1	40.3	48.2	56.4	62.8
amortyzacja	19.9	27.7	34.6	35.0	35.2	32.1	29.2	29.5	29.7
zmiana kapitału obrotowego	-0.4	4.9	5.6	5.1	5.0	4.5	3.9	3.9	3.6
gotówka z działalności operacyjnej	37.0	-1.7	-5.8	78.4	64.7	67.5	71.9	80.8	87.5
inwestycje (capex)	9.5	10.0	0.0	0.0	36.0	35.3	31.9	31.7	32.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-83.1	-175.3	-112.2	-19.4	-1.0	-0.3	-31.9	-31.7	-32.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	14.3	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	0.0	-56.7	-51.3	-50.0	-45.0	-10.0	-5.0	-5.0
gotówka z działalności finansowej	61.9	168.4	109.8	-49.3	-60.7	-69.7	-33.8	-28.3	-27.8
zmiana gotówki netto	15.8	-8.6	-8.3	9.8	3.0	-2.5	6.2	20.7	27.7
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	1.46	0.70	0.18	-1.21	0.24	0.23	0.25	0.28	0.30
FCFPS	0.97	0.52	0.58	0.29	0.27	0.24	0.25	0.25	0.25

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
zmiana sprzedaży	7.9%	27.3%	10.4%	7.8%	-13.2%	5.6%	5.1%	4.7%	4.1%
zmiana EBITDA	14.4%	-0.9%	51.7%	-239%	-154%	11.0%	5.7%	8.8%	6.3%
zmiana EBIT	16.1%	-13.4%	65.3%	-330%	-128%	22.9%	12.2%	11.8%	8.2%
zmiana zysku netto	55.2%	-20.4%	-141%	1756%	-109%	38.3%	19.6%	16.9%	11.4%
marża EBITDA	8.0%	6.2%	8.5%	-11.0%	6.8%	7.2%	7.2%	7.5%	7.7%
marża EBIT	6.1%	4.1%	6.2%	-13.2%	4.3%	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%
marża netto	4.8%	3.0%	-1.1%	-19.5%	2.1%	2.8%	3.2%	3.5%	3.8%
sprzedaż/aktywa (x)	1.7	1.5	1.3	2.1	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8
dług / kapitał (x)	0.9	0.7	1.2	1.3	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5
odsetki / EBIT	0.1	0.3	1.2	-0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
stopa podatkowa	16%	17%	-69%	6%	19%	19%	19%	19%	19%
ROE	18.8%	14.9%	-3.7%	-81%	11.3%	14.1%	14.8%	15.0%	14.6%
ROA	8.4%	6.7%	-1.9%	-28.0%	3.8%	5.1%	6.2%	6.9%	7.2%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-203.8	-280.1	-442.2	-325.0	-282.1	-239.6	-223.4	-197.7	-165.0

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Michał Buczyński

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

Marcin Palenik, CFA

+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Adam Kaptur

+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Franciszek Wojtal

+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Maciej Krefta

+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finans

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Analityk
branża spożywcza, handel

Analityk
energetyka, papier i drewno

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Arkadiusz Szumilak

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

Marek Przytuła

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

Jarosław Oldakowski

+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Kamil Dadan

+22 598 26 26
kamil.dadan@millenniumdm.pl

Paulina Rudolf

+22 598 26 90
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 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.

KUPUJ - 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 (zyskowność, 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: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy 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. Rozpoznanie lub powielenie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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 nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. 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.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2010 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	21%
Akumuluj	12	41%
Neutralnie	7	24%
Redukuj	4	14%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	1	7%
Akumuluj	9	64%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	3	21%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora