

ZM Duda

Przygotowani biorą wszystko

Spółka specjalizuje się w uboju i rozbiórce mięsa wieprzowego i wołowego. Jej działalność obejmuje też zamrażanie i składowanie towarów oraz specjalistyczne usługi transportowe. Wyniki finansowe ZM Duda wyróżniają się bardzo pozytywnie na tle słabych rezultatów giełdowych konkurentów działających w sektorze mięsny. Źródłem sukcesu spółki jest specjalizacja, duża skala działania i lokalizacja uboju w rejonie wielkopolskiego zagłębia hodowli trzody chlewnej.

oferta publiczna

Cena (04/11/2003)	43.4
Wycena DCF	50.4

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2002	219,875	9,395	11,492	7,264	5,018	2.2	3.1	24.1	19.9	1.80	14.8	12.1	9.5%
2003	309,758	24,008	27,586	20,050	16,631	3.9	4.7	25.3	11.3	1.72	8.3	7.3	20.2%
2004P*	426,489	26,972	32,784	23,913	18,102	4.2	5.5	29.5	10.3	1.47	7.6	6.2	15.3%
2005P*	507,375	30,192	36,671	27,424	20,882	4.8	6.3	32.2	9.0	1.35	6.9	5.7	15.7%
2006P*	546,718	31,788	38,849	28,855	21,975	5.1	6.7	34.9	8.5	1.24	6.4	5.3	15.2%

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, tys. PLN, *bez uwzględniania ewentualnych funduszy pomocowych

Najlepszy segment branży mięsnej

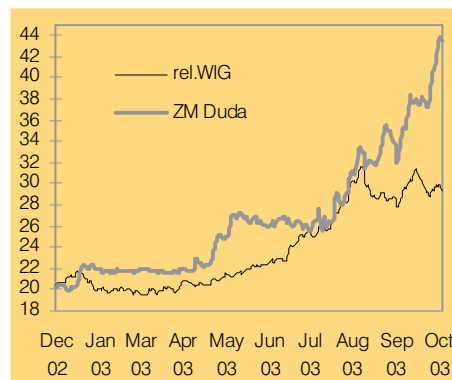
Polska branża mięsna jest silnie rozdrobniona i mało wyspecjalizowana na tle krajów Unii Europejskiej. Wymóg posiadania kosztownych systemów kontroli jakości znacznie przyspieszy nieuchronny proces konsolidacji i specjalizacji polskich podmiotów branży mięsnej. Ubojnie są elementem cyklu produkcyjnego w branży mięsnej, gdzie kontrola weterynaryjna jest najostrzejsza. Dodatkowo ubój mięsa charakteryzuje się licznymi korzyściami skali. Dlatego w krajach Europy Zachodniej od wielu lat trwa proces opanowywania rynku przez najprężniejsze podmioty. ZM Duda jako lider branży pod względem specjalizacji, jakości i rentowności posiada wszelkie atuty, pozwalające na uzyskanie ponadprzeciętnych efektów w wyniku przyspieszonych procesów konsolidacyjnych.

Szansa na wzrost eksportu

Posiadanie wymaganych certyfikatów jakości oraz uprawnień eksportowych na rynki UE, stawia spółkę w grupie nielicznych zakładów mięsnych w Polsce w pełni przygotowanych na akcesję do Unii Europejskiej. Dzięki temu, spółka ma także szanse na wejście ze swoją ofertą na rynki UE, które całkowicie otworzą się dla polskich produktów mięsnych po 1 maja 2004 roku.

Aktywny udział w konsolidacji i budowa własnego zaplecza surowcowego

Głównymi celami emisji akcji serii C spółki jest pozyskanie środków na przejęcia w branży (nie uwzględnione w prognozach) oraz budowę zaplecza surowcowego. W naszej ocenie obydwa zamierzenia dają szansę na istotne zwiększenie wartości dla akcjonariuszy spółki. Perspektywa bliskiego wejścia Polski do UE stwarza okazję do przejęcia po niewygórowanych cenach stosunkowo atrakcyjnych spółek, które dysponują wyrobioną pozycją na rynku, jednak ze względu na brak odpowiedniego kapitału lub know-how nie są i nie będą w stanie dostosować się w wymaganych terminach do wymagań UE.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	43.9/21.5
Liczba akcji (mln)	3.31
Kapitalizacja (mln PLN)	143.8
EV (mln PLN)	171.2
Free float (mln PLN)	22.9
Średni obrót (tys. PLN)	733.8
Główny akcjonariusz	założyciele spółki
% akcji, % głosów	69.51/69.51
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	17.0% 40.5% 97.3%
Zmiana rel. WIG (%)	19.4% 43.2% 51.1%

Michał Buczyński

(022) 697 77 26

michal.buczynski@millenniumdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne

Spółka specjalizuje się w uboju i rozbiórce mięsa wieprzowego i wołowego. Jej działalność obejmuje też zamrażanie i składowanie towarów oraz specjalistyczne usługi transportowe. Wyniki finansowe ZM Duda wyróżniają się bardzo pozytywnie na tle słabych rezultatów giełdowych konkurentów. Źródłem sukcesu spółki jest rzadko spotykana w polskim sektorze mięsny specjalizacja, duża skala działania i lokalizacja ubojni w rejonie wielkopolskiego zagłębia hodowli trzody chlewnej, co pozwala na selekcję pozyskiwanego surowca.

Posiadanie przez spółkę wymaganego w Unii Europejskiej, dla spółek branży spożywczej, certyfikatu jakości HACCP oraz uprawnień eksportowych na rynki UE, stawia ją w grupie nielicznych zakładów mięsnych w Polsce całkowicie przygotowanych na akcesję do Unii Europejskiej. Ma to obecnie kluczowe znaczenie, gdyż umożliwi spółce zwiększenie udziału rynkowego kosztem innych ubojni, które nie spełnią norm. Daje to także szansę na wejście ze sprzedażą swoich wyrobów na rynki UE, które całkowicie otworzą się dla polskich produktów mięsnych po 1 maja 2004 roku.

Polska branża mięsna w dalszym ciągu jest silnie rozdrobniona i mało wyspecjalizowana na tle krajów Unii Europejskiej. Wymóg posiadania kosztownych systemów kontroli jakości znacznie przyspieszy w najbliższym roku nieuchronny proces konsolidacji i specjalizacji polskich podmiotów branży mięsnej. Ubojnie są elementem cyklu produkcyjnego w branży mięsnej gdzie kontrola weterynaryjna jest najostrzejsza. Dodatkowo ubój mięsa charakteryzuje się licznymi korzyściami skali. Dlatego w krajach Europy Zachodniej od wielu lat trwa proces przejmowania rynku przez najprężniejsze podmioty. Przykładem jest rynek duński, gdzie największa spółka kontroluje 90% uboju trzody chlewnej. ZM Duda jako lider branży pod względem jakości i rentowności posiada wszelkie podstawy umożliwiające aktywny udział w działaniach konsolidacyjnych. W rezultacie udział rynkowy ZM Duda w polskim rynku uboju może w krótkiej perspektywie czasu znacznie wzrosnąć.

ZM Duda zamierza w ciągu najbliższych miesięcy aktywnie uczestniczyć w konsolidacji branży mięsnej w Polsce. Obecna sytuacja stwarza okazję do przejęcia po niewygórowanych cenach stosunkowo atrakcyjnych spółek, które dysponują wyrobioną pozycją na rynku, jednak ze względu na brak odpowiedniego kapitału lub know-how nie będą w stanie dostosować się do wymagań UE. Widzimy dużą szansę na przeprowadzenie przez spółkę interesujących akwizycji w najbliższym okresie. Poza korzystną ceną, dodatkową korzyścią z przejęcia innych podmiotów będzie możliwość skorzystania z dotacji SAPARD w wysokości do 10 mln PLN na każdą przejętą spółkę. ZM Duda już poczyniła pierwsze kroki w kierunku budowy grupy kapitałowej wchodząc w nowy, niszowy segment rynku (konina) poprzez zakup pakietu większościowego spółki Jasan.

Pomimo, że uważamy akwizycje podmiotów z branży za bardzo prawdopodobne, zarówno w naszych prognozach, jak i w wycenie nie zostały one uwzględnione. Zakładane przez nas inwestycje realizowane są w podmiotach wchodzących już w skład grupy. Ewentualne przejęcia, których strukturę i ceny transakcji trudno jest przewidzieć, naszym zdaniem przyspieszyłyby ekspansję spółki i przyczyniły się do wzrostu jej wartości.

W celu zapewnienia kontrolowanego, wysokiej jakości zaopatrzenia w surowiec, spółka podejmuje kroki w kierunku budowy własnej bazy surowcowej. Będzie to szczególnie ważne w procesie zamierzonego przez spółkę szerszego wejścia na wymagające rynki Europy Zachodniej. Dodatkowo spółka uzyska możliwość zwiększenia produkcji dzięki gwarancji stabilności dostaw surowca. Cena kupowanego w ramach kontraktacji żywca byłaby oparta głównie na rynkowych cenach paszy i różniłaby się od bieżących

cen rynkowych żywca, co może tworzyć ryzyko okresowych wahań marży operacyjnej. Jednak w długim okresie spółka przejęłaby dodatkową część wartości dodanej w łańcuchu wartości branży. Biorąc pod uwagę, że obecnie znajdujemy się prawdopodobnie w dołku "cyklu świńskiego" zyski z przedsięwzięcia w najbliższych latach powinny przekroczyć długoterminową średnią.

Wartość sprzedaży spółki kształtowana jest przez liczbę ubitych sztuk oraz podlegające wahanom sezonowym ceny surowca. Ceny żywca mają jednak bardzo ograniczony wpływ na wyniki operacyjne spółki, gdyż ZM Duda uzyskuje zysk nie w relacji od wartości przychodów lecz od liczby ubitych sztuk. W ciągu ostatnich dwóch lat marża brutto na sprzedaży przypadająca na ubitą sztukę kształtowała się w przedziale 44-50PLN. Stała tendencja wzrostowa występowała w przypadku wartości zysku operacyjnego przypadającego na ubitą sztukę.

ZM Duda skutecznie korzysta z różnych programów wspierających restrukturyzację i modernizację przemysłu mięsnego w Polsce. Najważniejsze z nich to SAPARD. Pozwala to spółce na sfinansowanie istotnej części inwestycji nieopodatkowanymi bezzwrotnymi dotacjami. W bieżącym roku wysokość dotacji wyniesie około 6 mln PLN, co uwzględniliśmy w naszych prognozach. W latach 2004-2005 spółka planuje otrzymać nieopodatkowane dopłaty do inwestycji na łączną kwotę 13.6 mln PLN. Pomimo to, w naszych prognozach nie uwzględniliśmy ewentualnych dotacji, gdyż trudno oszacować wielkość i prawdopodobieństwo otrzymania pomocy. W przypadku otrzymania dotacji, zysk netto spółki uległby zwiększeniu o wartość dotacji.

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy metodę dochodową. Wycenę porównawczą traktujemy jako uzupełniającą, gdyż jest ona odbiciem jedynie obecnego postrzegania branży przez inwestorów. Jednocześnie ograniczenia w doborze miarodajnej grupy porównawczej dla spółki dodatkowo utrudniają przeprowadzenie wyceny tą metodą. W wycenie DCF uwzględniliśmy nową emisję akcji serii C. Jedną akcję spółki wyceniamy na 50.4PLN. W przypadku uwzględnienia dotacji na zakładanym przez spółkę w najbliższych dwóch latach poziomie wycena spółki wzrasta o około 2.2PLN na akcję (przy konserwatywnym założeniu opodatkowania dochodów z dotacji).

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

(022) 697 68 50

marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

(022) 697 77 26

michal.buczynski@millenniumdm.pl

Katarzyna Perzak

(022) 697 77 46

katarzyna.perzak@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

telekomunikacja, chemia,
budownictwo, metale,
przemysł lekki

informatyka, media,
przemysł papirniczy, hotele

Sprzedaż

Michał Kowalczewski

(022) 697 75 62

michal.kowalczewski@millenniumdm.pl

Dyrektor

Radosław Zawadzki

(022) 697 68 54

radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Leszek Iwaniec

(022) 697 77 83

leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak

(022) 697 77 31

arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka

(022) 697 77 31

krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

(022) 697 68 28

marek.przytula@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski
al. Jana Pawła 15
ILMET
00-828 Warszawa
Polska

Fax: (022) 697 67 67 Tel. (022) 697 67 96

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

Millennium Dom Maklerski S.A. jest członkiem konsorcjum dystrybucyjnego akcji serii C. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółką nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Uchwale Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nr 509 z dnia 13 sierpnia 2002 roku w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium DM, nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium DM jest zabronione.

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