

Duda

Ukraińskie Eldorado

PKM Duda to jedna z czołowych firm branży mięsnej w Polsce z 3.5% udziałem w rynku w 2005 roku. Spółka zamierza istotnie zintensyfikować rozwój działalności w najbliższych latach poprzez przejęcia oraz wzrost organiczny. Działania grupy PKM Duda nie ograniczają się wyłącznie do rynku krajowego. Poza eksportem ogromne możliwości może przynieść budowa podmiotu o podobnym profilu działalności na chłonnym rynku ukraińskim charakteryzującym się wysokimi marżami.

poprzednia rekomendacja: --

kupuj

Cena (08/11/2006)	17.9
Cena docelowa	22.3

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	533.4	30.1	40.3	29.9	23.4	0.5	0.7	3.8	37.0	4.7	34.1	25.5	12.7
2005	870.0	38.7	53.7	32.5	27.1	0.6	0.9	4.3	32.0	4.2	26.9	19.4	13.1
2006p	1 029.7	61.4	79.3	61.8	50.0	1.0	1.4	5.3	17.3	3.4	17.0	13.1	19.5
2007p	1 309.8	76.2	99.4	76.3	61.8	1.3	1.8	6.6	14.0	2.7	14.0	10.7	19.4
2008p	1 535.4	94.3	125.8	93.7	75.9	1.6	2.2	8.2	11.4	2.2	11.2	8.4	19.3

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki za III kwartał

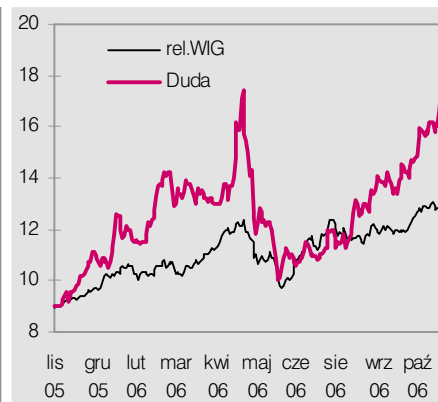
Spółka osiągnęła bardzo dobre wyniki za III kwartał, uzyskując wzrost przychodów o 11.5% do 261 mln PLN, wzrost zysku operacyjnego o 124% do 19.5 mln PLN oraz ponad trzykrotny wzrost zysku netto do 14 mln PLN. Wysokie poziomy wolumenów wiązały się głównie ze wzrostem działalności produkcyjnej, gdzie pomimo stosunkowo niskiej ilości ubojów udało się odnotować dość duże przychody. Przy stosunkowo wysokich marżach przełożyło się to na bardzo dobre zyski. Wzrost marż był możliwy głównie wskutek wzmożonego eksportu jak również niższych cen surowca.

Rozwój poprzez akwizycje

Większość przejęć spółka planuje poczynić w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Środki na rozwój pozyskane będą z planowanej emisji akcji, z kredytów bankowych, jak również z wolnych środków własnych. Z uwagi na brak dokładnych danych dotyczących celów przejęcia oraz braku możliwości oceny prawdopodobieństwa ich realizacji uwzględniliśmy w naszej wycenie wyłącznie rozwój organiczny, akwizycję dużego podmiotu na Ukrainie, a także drobne przejęcia w różnych segmentach, które nie będą wymagały znaczących nakładów finansowych. Emisja akcji spółki jest przesądzona, co z pewnością przełoży się na faktyczne sfinalizowanie części z zakładanych akwizycji. Z tego względu uwzględniliśmy w naszej wycenie 15% premii. Ostateczna wycena akcji Dudy wyniesie w ten sposób 22.3 PLN.

Mocniej w dystrybucję

Spółka planuje rozwijać bardzo dynamicznie sieć dystrybucji. Wzrost ma odbywać się poprzez przejęcia, jak również poprzez inwestycje green field. W najbliższym czasie otwarte zostaną centra w Poznaniu i Katowicach. Należy jednak podkreślić, iż wyniki za III kwartał w tym segmencie nie są satysfakcjonujące, głównie ze względu na wpływ sezonowości i dużej konkurencji. Naszym zdaniem właśnie z tego powodu spółka będzie preferować rozwój poprzez przejęcia niż poprzez inwestycje od podstaw, które wymagają silnej walki o nowego klienta. Podstawowym celem akwizycji w najbliższym czasie będą podmioty z rynku warszawskiego oraz z Pomorza.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	18.36/8.80		
Liczba akcji (mln)	48.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	868		
EV (mln PLN)	1 026		
Free float (mln PLN)	279		
Średni obrót (mln PLN)	1.7		
Główny akcjonariusz	Bogna Duda Jankowiak		
% akcji, % głosów	12.62/12.62		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	28	56	79
Zmiana rel. WIG (%)	18	43	30

Łukasz Kołaczkowski

(022) 598 26 59

lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

Podsumowanie inwestycyjne	3
Wyniki za III kwartał	5
Wycena	6
Wycena metodą DCF	7
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	8
PKM DUDA	9
Struktura grupy	9
Historia spółki	9
Akcjonariat	10
Dostawcy	10
Odbiorcy	11
Rynek i otoczenie konkurencyjne	12
Rozwój linii biznesowych	13
Ekspansja na Ukrainie	15
Emisja akcji serii G	15
Prognoza wyników finansowych	17
Sprawozdania finansowe	19

Podsumowanie inwestycyjne

Wertykalna struktura

Struktura grupy, opierająca się na zaangażowaniu w cykl począwszy od hodowli, aż po dystrybucję produktów do ostatecznego klienta, pozwala przejmować marże na wszystkich stopniach. Obecnie spółka praktycznie nie funkcjonuje jedynie w fazie przetwórstwa, ale plany rozwoju pomimo wcześniejszych zapowiedzi, zakładają wejście w ten segment cyklu. Firma będąca celem przejęcia i działająca w segmencie przetwórstwa produkuje 600 ton wędlin rocznie. Spółka ta posiada markę premium, która mogłaby być również wykorzystana przez Dudę. Nazwa podmiotu nie została jednak ujawniona. Struktura wertykalna pozwala także w większym stopniu opierać się niekorzystnym wpływom rynkowym, np. wahaniom cen surowca lub produktu.

Rozwój dystrybucji

Duda planuje posiadać w przyszłości około 25 centrów dystrybucyjnych. Rozwój ma odbywać się poprzez przejęcia, jak również poprzez inwestycje green field. W najbliższym czasie otwarte zostaną centra w Poznaniu i Katowicach. Wyniki za III kwartał w tym segmencie nie są satysfakcjonujące, głównie ze względu na wpływ sezonowości. Również dynamika wzrostu za cały 2006r. nie będzie zadowalająca. Centra dystrybucyjne walczą z konkurencją i niełatwo im pozyskać dla siebie nowych klientów. Z tego względu spółka będzie preferować raczej rozwój poprzez przejęcia niż poprzez inwestycje od podstaw, które wymagają silnej walki o nowego klienta. Jak pokazuje przykład Krakowa, koszty wejścia na nowy rynek mogą być dość wysokie i trzeba analizować opłacalność takich posunięć zanim podejmie się decyzję o inwestycji green field.

Wzrost organiczny oraz poprzez przejęcia

Większość przejęć spółka planuje poczynić w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Inwestycje green field będą w większości realizowane do końca 2007r. Środki na rozwój spółka zamierza pozyskać z emisji akcji, kredytów bankowych jak również wolnych środków własnych. W naszej wycenie wzięliśmy pod uwagę wyłącznie rozwój organiczny, akwizycję dużego podmiotu na Ukrainie oraz drobne przejęcia niewymagające dużych nakładów finansowych. Spółka chce przejmować tylko rentowne firmy, czyli nie zamierza ratować upadłych przedsiębiorstw jak czynią to niektóre firmy z branży.

Rosnący eksport

Pomimo faktu, iż Ukraina i Rosja wprowadziły zakaz importu mięsa z Polski, co częściowo przełożyło się na niższe ceny mięsa, to Duda uzyskała możliwość eksportu swoich produktów do takich rynków jak Japonia czy Korea Pd. Właśnie Daleki Wschód jest obecnie motorem napędowym eksportu spółki, co można było zauważyć w wynikach za III kwartał. Poza Azją spółka planuje także dynamiczny rozwój w Europie Zachodniej poprzez niemiecką spółkę zależną PKM Duda Distribution GmbH oraz chłodnię w Passa.

Koncentracja podmiotów

Jeżeli chodzi o spółki zaplecza surowcowego to firma planuje od końca 2007r. rozpocząć ich łączenie, co może przełożyć się na niższe koszty zarządzania. Brak możliwości powiązania tych podmiotów, obecnie związany jest z regulacjami ograniczającymi maksymalny areal przypisany jednej firmie. Planowane jest także połączenie spółek Eurosmak oraz Makton, gdyż aktualnie praktycznie cała produkcja pierwszej z nich trafia do drugiej. W przyszłości spółka będzie dążyć do utworzenia struktury tylko dwóch głównych, ale oddzielnych zakładów: uboju oraz rozbieralni.

Wysoko marżowy rynek ukraiński

Ukraina kryje bardzo duże możliwości, głównie na skutek dużego deficytu mięsa w tym kraju. Duda zamierza jak najszybciej wykorzystać pojawiającą się okazję, która w przypadku powodzenia zakładanych planów może przełożyć się na duże przychody, ale przede wszystkim przy wysokich marżach również na istotne zyski. Spółka ma daleko idące plany rozwoju na tym rynku. W ciągu kilku lat chce zbudować tam podmiot o podobnej strukturze, co PKM Duda w Polsce z poziomem zysku netto zbliżonym do obecnego poziomu zysku grupy. Obecnie głównym celem przejęcia jest firma o zbliżonym profilu z przychodami na poziomie 18 mln USD oraz zyskiem netto 2.2 mln USD w roku 2005.

Nowe linie biznesowe

Spółka wchodzi w nowe linie biznesowe praktycznie we wszystkich segmentach: produkcyjnym, dystrybucyjnym oraz usługowym. W roku bieżącym poprzez przejęcie firmy Hunter Wild spółka zaistniała w wysoko marżowej linii biznesowej dziczyzny z udziałem około 30% wartości tego rynku w Polsce. Spółka planuje wejść również w działalność HORECA (ang. hotels, restaurations, catering), która będzie dodatkowym wysoko marżowym kanałem dystrybucji. Dużą szansą jest rozwój usług przechowalniczo-chłoniczych, które pomimo dość niskich przychodów mogą przy wysokich marżach generować duże zyski.

Zmniejszenie kosztów

Poprzez inwestycje w biopaliwa oraz biogazownie Duda planuje obniżyć koszty produkcji w najbliższych latach. Docelowo powinno to przynieść około 3 mln PLN oszczędności rocznie. Do obniżki kosztów ma przyczynić się także większe niezależnienie od surowca. Spółka planuje osiągnąć 40% dostaw z własnych źródeł, przy obecnym poziomie około 15%. Do końca 2007r. odsetek ten ma wzrosnąć do 25%. Planowane jest także intensywne wejście w produkcję pasz, co ma przyczynić się do częściowego przejęcia marży producentów i obniżyć koszty chowu trzody chlewnej.

Wahania na rynku mięsa

Wyniki spółki istotnie uzależnione są od wahań na rynku mięsa, a szczególnie na rynku wieprzowiny. Chodzi tu zarówno o popyt na wieprzowinę, jak również przede wszystkim jej cenę oraz ceny żywca. Jeżeli chodzi o popyt to w najbliższych latach nie widzimy ryzyka z tym związanego, jako że cała wytworzona produkcja znajduje nabywcę, jeżeli nie w kraju to za granicą. Ceny mięsa i samego surowca obarczone są jednak wysokim ryzykiem. Naszym zdaniem po spadku cen żywca w 2005r. w najbliższych latach będą one minimalnie rosły. Należy podkreślić, iż firmy działające w branży mięsnej narażone są także na możliwość wystąpienia groźnych chorób zwierzęcych, które bardzo istotnie mogłyby wpłynąć na osiągnięte wolumeny oraz marże.

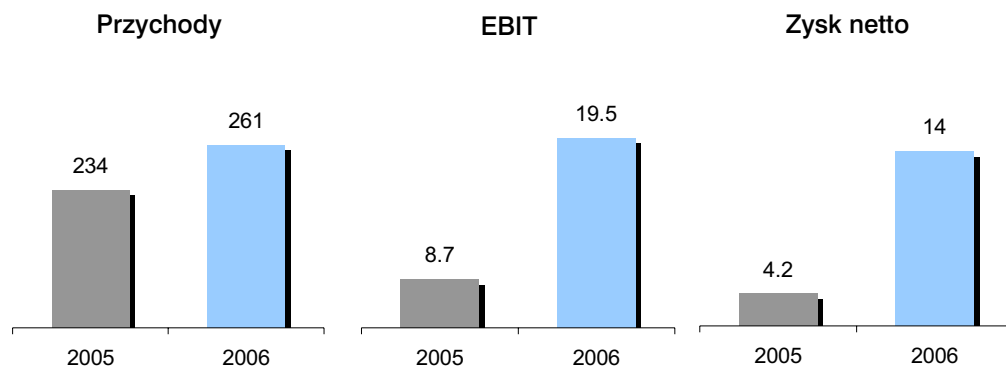
Wzrost ryzyka kursowego

Z uwagi na fakt, iż spółka zamierza powiększać udział eksportu w wartości przychodów będzie coraz bardziej narażona na zmiany kursów walutowych. Obecnie przychody walutowe rozkładają się w podobnej proporcji na przychody w dolarach oraz w euro. Niemniej jednak należy podkreślić, iż spółka także importuje produkty z Europy Zachodniej, które następnie dystrybuuje w Polsce, np. w sieciach handlowych. Niekiedy wartość eksportowanych i importowanych produktów jest zbliżona, co pozwala istotnie zmniejszyć ryzyko kursowe. Import odbywa się przede wszystkim w euro, tak więc ryzyko kursowe związane z dolarami nie jest w pełni neutralizowane.

Wyniki za III kwartał

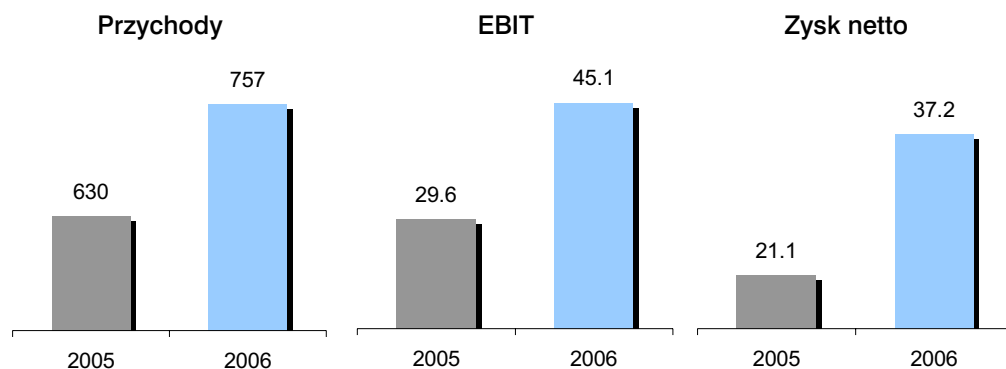
Spółka osiągnęła bardzo dobre wyniki za III kwartał uzyskując 261 mln PLN przychodów, 19.5 mln PLN zysku operacyjnego oraz 14 mln PLN zysku netto.

Wyniki finansowe za III kwartał 2006r. (w mln PLN)



Źródło: Millennium DM

Wyniki finansowe za 3 kwartały 2006r. (w mln PLN)



Źródło: Millennium DM

Wyraźne wzrosty wolumenów związane były głównie ze wzrostem działalności produkcyjnej, gdzie pomimo stosunkowo niskiej ilości ubojów (10% mniej niż w II kwartale) udało się odnotować dość duże przychody, a przy całkiem wysokich marżach osiągnięto także bardzo wysokie zyski. Wzrost marż był możliwy głównie w skutek wzmożonego eksportu jak również niższych cen surowca. Na korzystne wyniki miał wpływ także wyraźny wzrost przychodów z działalności rolnej. Negatywnym zjawiskiem są natomiast słabe wyniki segmentu dystrybucyjnego, co było związane głównie z sezonowością, jak również dużą konkurencją przede wszystkim na rynku warszawskim.

Skonsolidowane wyniki za III kw. 2006r.

mln PLN	III kw '05	III kw '06	%	I-III kw '05	I-III kw '06	%
Przychody	233.9	260.9	11.5%	630.0	757.1	20.2%
EBITDA	12.4	24.6	98.9%	39.3	60.0	52.6%
EBIT	8.7	19.5	123.8%	29.6	45.1	52.3%
Zysk netto	4.2	14.0	233.7%	21.1	37.2	76.1%
Marża EBIT	3.7%	7.5%	3.7%	4.7%	6.0%	
Marża EBITDA	5.3%	9.4%	4.1%	6.2%	7.9%	
Marża netto	1.8%	5.3%		3.4%	4.9%	

Źródło: Duda S.A.

Wycena

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych działających w tej samej branży. Wycena metodą DCF na bazie strumieni pieniężnych w latach 2006-2015 sugeruje wartość 20.1 PLN na akcję, natomiast wycena porównawcza 17.2 PLN na akcję.

Z uwagi na fakt, iż emisja akcji została zatwierdzona przez akcjonariuszy i dojdzie do skutku w najbliższym czasie, co z pewnością przełoży się na faktyczne sfinalizowanie części z zakładanych akwizycji, przyjęliśmy dodatkowo 15% premii do ostatecznej wyceny.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wartość		Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
	minimalna	maksymalna		
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	521	871	827	17.2
Wycena DCF (mln PLN)			968	20.1
Premia			15%	
Wycena* (mln PLN)			1073	
Wycena 1 akcji Dudy (PLN)			22.3	

*Źródło: Millennium DM, * średnia ważona - DCF - 75%, porównawcza do firm zagranicznych - 25%*

Za wycenę ostateczną przyjęliśmy 75% wyceny DCF oraz 25% wyceny porównawczej. Udział poszczególnych wag wynika z intensywnych działań pro wzrostowych spółki, które mogą przyczynić się do wyraźnego wzrostu wolumenów i marż także po roku 2008. Prognozowane dyskontowane przepływy dokładniej odzwierciedlają działania i rozwój spółki niż wycena porównawcza bazująca na najbliższych latach.

W prognozach założyliśmy dynamiczny wzrost przychodów spółki związany głównie z przewidywanym rozwojem organicznym jak również poprzez przejęcia. Główny wpływ na wzrost przychodów będzie miał zakładany dynamiczny rozwój Dudy na Ukrainie oraz wzrost przychodów z segmentu dystrybucyjnego. W ciągu najbliższych trzech lat (2007-2009) prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie około 18%.

Dodatkowo przyjęliśmy następujące założenia:

- Wzrost marży ze sprzedaży z 12.25% w 2006r. do 12.65% w 2010 głównie związany ze wzrostem udziału wysoko marżowej działalności oraz obniżki kosztów
- Długoterminowy wskaźnik inflacji na poziomie 2%
- Utrzymanie kursów PLN w stosunku do EUR i USD na obecnym podobnym poziomie
- Zwiększenie udziału elementów w produkcji w stosunku do półtuszy (z około 80% obecnie do około 70% w 2010r.)
- Wzrost przychodów z Ukrainy z 70 mln PLN w 2006r. do 150 mln PLN w 2010r.
- Wzrost średniej wagi półtuszy o 10% w ciągu 3 najbliższych lat
- Otwarcie 3 centrów dystrybucyjnych rocznie w ciągu 2 najbliższych lat oraz 2 centrów rocznie w ciągu następnych 2 lat
- Wzrost średnich cen półtuszy z 4.45 PLN/kg w 2006r. do 5.5 PLN/kg w 2010r.

W wycenie DCF zastosowaliśmy następujące dodatkowe założenia:

- ❑ Brak wypłaty dywidendy do 2008r. a następnie dynamiczny wzrost stopy dywidendy od 70% w 2009r. do 100% w 2011r.
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2015r. - 5%. Założona stopa procentowa jest bardzo konserwatywna, z uwagi na fakt, iż wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej, oczekiwany jest spadek stóp do poziomu obserwowanego w krajach Europy Zachodniej.
- ❑ Premia za ryzyko - 5%. Założyliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.0
- ❑ Długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 2%, została przyjęta na poziomie długookresowej inflacji

Wycena metodą DCF

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

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

Wycena spółki metodą DCF											
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	>2015
sprzedaż	1 030	1 310	1 535	1 697	1 818	1 920	2 027	2 098	2 157	2 202	
EBIT (1-T)	49.7	61.7	76.4	87.0	96.0	102.1	107.8	111.5	114.6	117.0	
amortyzacja	17.9	23.2	31.5	35.9	38.1	39.2	39.9	40.5	40.8	41.0	
inwestycje	-68.78	-73.08	-71.47	-55.86	-48.05	-46.15	-44.92	-43.47	-42.80	-42.02	
zmiana kap.obrotowego	-15.8	-32.1	-26.5	-18.4	-13.3	-11.2	-9.7	-7.7	-6.4	-4.9	
FCF	(17.0)	(20.3)	9.9	48.6	72.7	84.0	93.1	100.8	106.2	111.1	1 692
zmiana FCF		-	-	392.2%	49.8%	15.5%	10.8%	8.3%	5.3%	4.6%	2.0%
dług/kapitał	34.8%	34.7%	32.0%	30.7%	29.5%	28.3%	27.4%	26.4%	25.9%	25.3%	25.3%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.2%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.3%	6.2%	6.0%
koszt kapitału	9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.3%	10.2%	10.0%
WACC	7.8%	7.9%	8.2%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	8.7%
PV (FCF)	(16.9)	(18.7)	8.4	37.8	52.0	55.0	55.8	55.4	53.3	51.1	777.5
wartość DCF (mln PLN)	1110.7										
											w tym wartość rezydualna 778
gotówka netto	-143.0										
wycena DCF (mln PLN)	967.7										
Liczba akcji (mln)	48.2										
wycena 1 akcji (PLN)	20.1										

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia								
PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_f rezydualna	4.0%	17.3	19.3	22.1	26.0	31.8	41.6	61.5
	4.5%	16.7	18.6	21.0	24.4	29.4	37.4	52.2
	5.0%	16.1	17.8	20.1	23.1	27.4	34.0	45.6
	5.5%	15.6	17.2	19.2	21.9	25.7	31.3	40.5
	6.0%	15.2	16.6	18.5	20.9	24.2	29.0	36.5

Źródło: Millennium DM

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Wycena porównawcza bazuje na spółkach zagranicznych głównie z Europy Zachodniej działających w branży żywnościowej. Z uwagi na specyfikę polskiego rynku mięsa nakładamy na wycenę 10% premii. Firmy branży mięsnej w Polsce rozwijają się dużo bardziej dynamicznie niż zakłady zagraniczne. Ceny surowców są nadal niższe, co napędzać będzie wzrost eksportu.

Wycena oparta jest na trzech wskaźnikach, które naszym zdaniem są najistotniejsze dla inwestorów: EV/EBITDA (udział 0.25), EV/EBIT (udział 0.25) oraz P/E (udział 0.5).

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p
HK-RUOKATALO OYJ-A SHS	8.73	7.41	6.21	15.72	12.64	9.78	16.89	13.56	10.09
CREMONINI SPA	6.14	5.69	5.33	9.81	8.86	8.22	18.71	14.64	12.85
ATRIA GROUP PLC	8.00	6.62	6.07	16.01	11.73	10.38	18.02	12.63	11.10
SARDUS AB	9.33	7.63	6.51	18.66	11.80	9.27	25.97	12.32	8.76
CAMPOFRIO ALIMENTACION	9.66	8.48	7.75	14.89	12.92	11.38	23.17	20.20	16.96
PREMIUM STANDARD FARMS	5.63	5.47	3.93	16.15	10.76	8.45	19.64	16.16	8.97
Mediana	8.36	7.01	6.14	15.86	11.76	9.52	19.17	14.10	10.59
Wyniki spółki (mln PLN)	79.3	99.4	125.8	61.4	76.2	94.3	50.0	61.8	75.9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	521	554	629	831	753	755	817	871	804
Wycena*	827								
Wycena 1 akcji (PLN)*	17.2								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A. * Wycena uwzględniająca 10% premii w stosunku do firm zagranicznych

PKM DUDA

Struktura grupy

Polski Koncern Mięсны DUDA jest grupą powiązanych kapitałowo spółek sektora rolno-spożywczego. Grupa zatrudnia ok. 1300 osób, a jej liderem jest PKM DUDA S.A. z siedzibą w Warszawie.

Struktura Polskiego Koncernu Mięsnego DUDA obejmuje obecnie trzy podstawowe segmenty:

- ❑ produkcyjny - ubój, rozbiór i konfekcja mięsa czerwonego,
- ❑ handlowo-usługowy - dystrybucja wyrobów mięsnych i wędliniarskich, pośrednictwo w zakresie handlu oraz wyspecjalizowane usługi rozbioru
- ❑ rolny - zaplecze surowcowe - hodowla trzody, uprawa, przetwórstwo i magazynowanie zbóż

Wszystkie zakłady produkcyjne grupy posiadają uprawnienia unijne oraz wdrożony system HACCP. Spółka eksportuje swoje produkty do większości krajów Unii Europejskiej, na Ukrainę, do Białorusi, Korei Płd., Japonii i do Singapuru.

Duda S.A. posiada strukturę wertykalną, poczynając od jednostek zaplecza surowcowego, na dystrybucji kończąc. Jedyną dziedziną, w której spółka ma znikomy udział jest przetwórstwo, które w większości przypadków opiera się na współpracy z innymi firmami. Należy jednak podkreślić, iż spółka zamierza wejść również w ten segment poprzez akwizycję. Możliwy cel przejęcia produkuje 600 ton wędlin rocznie. Spółka ta posiada markę premium, która mogłaby być wykorzystana przez Dudę.

Struktura grupy PKM Duda

	Zaplecze surowcowe	Ubój i rozbiór mięsa, przechowalnictwo	Przetwórstwo	Dystrybucja
	Specjalizacja		Współpraca	Specjalizacja
PKM Duda S.A. - lider Grupy				
Polska	Agro-Duda	PKM Duda		Makton
	Agrohop	Euro-Duda		Fedrus
	Agroprof	Polska Wołowina		Meat Service
	Bioenergia	Hunter Wild		NetBrokers
	Rolpol	Eurosmak		
	Wizental			
	PZZ Dystrubucja			
Zagranica	ZORIA	Borys Ukraina		PKM Duda Distribution

Źródło: Duda S.A.

Historia spółki

Spółka powstała w roku 1990 roku pod firmą "Handel i Przetwórstwo Rolno-Spożywcze". Sześć lat później przedsiębiorstwo przyjęło formę prawną spółki cywilnej i na bazie jej późniejszego majątku, w 1999 roku, została zawiązana spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

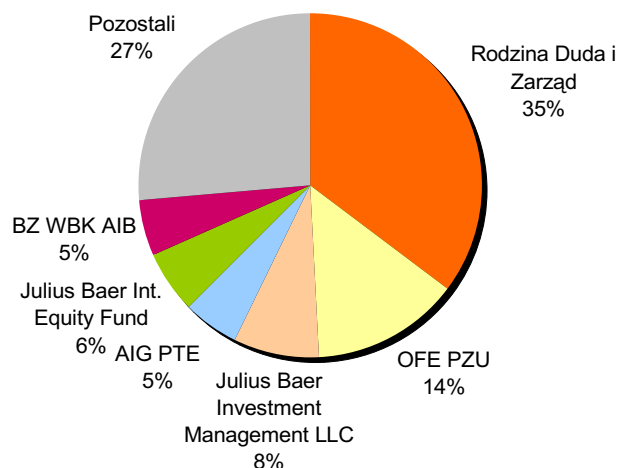
W styczniu 2003 Zakłady Mięсны DUDA SA zadebiutowały na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W ciągu następných dwóch lat rozwoju, głównie poprzez przejęcia, zbudowana została duża grupa kapitałowa, która uchwałą WZA przyjęła nazwę Polski Koncern Mięсны DUDA S.A.

Obecnie siedziba firmy znajduje się w Warszawie, natomiast główny zakład zlokalizowany jest w Grąbkowie w Wielkopolsce. Spółka posiada także nowoczesną chłodnię w Kobylinie Starym o pojemności około 15 tys. ton.

Akcjonariat

Duda jest spółką rodzinną, wśród akcjonariuszy duży udział ma rodzina założycieli. Wraz z innymi członkami zarządu posiadają oni 35.2% kapitału zakładowego i głosów na WZA. Należy podkreślić, iż w spółce występuje ograniczenie wykonywania prawa z głosów ponad 50% liczby głosów istniejących w dniu WZA.

Akcjonariat spółki



Źródło: Duda S.A.

Dostawcy

Spółka zaopatruje się w surowiec albo z własnych źródeł, albo poprzez bezpośredni skup od producentów, który pozwala na uzyskanie niezależności od pośredników, ciągłość dostaw oraz stabilny poziom jakości.

Wszystkie dostarczane do zakładu tuczniki posiadają m.in. świadectwa weterynaryjne oraz tzw. paszporty zwierząt w przypadku bydła.

Do dostawców surowca można zaliczyć między innymi takie podmioty jak:

- Specjalistyczne fermy trzody chlewnej
- Gospodarstwa rolno-hodowlane
- Spółdzielnie produkcyjne
- Rolnicy indywidualni z terenów województwa wielkopolskiego

Celem większego uniezależnienia się od okresowych spadków ilości żywca spółka rozwija zaplecze surowcowe poprzez programy hodowli zarodowej oraz produkcji trzody chlewnej na bazie własnego zaplecza paszowego.

Odbiorcy

Krajowy rynek odbiorców spółki można podzielić na 6 grup:

Zakłady przetwórstwa mięsnego

Są to wiodące zakłady przetwórstwa zlokalizowane na obszarze całego kraju.

Zakłady rozbioru mięsa

Klienci, którzy zakupują półtusze i ćwierci wołowe nie prowadzący własnego skupu i uboju żywca.

Sieci super i hipermarketów

Choć sprzedaż do tej grupy klientów rośnie, spółka w bardzo małym stopniu zaopatruje duże sieci handlowe w swoje produkty, co jest związane z bardzo niskimi marżami w tym kanale dystrybucji.

Współpraca realizowana jest głównie w święta i opiera się w większości na produktach importowanych.

Spółka planuje utrzymywać dotychczasowe kontakty z sieciami na wypadek większych możliwości zarobkowych i rozwojowych w przyszłości.

Sklepy detaliczne

Usługobiorcy

Podstawowe źródło przychodów w tej grupie stanowią usługi przechowalniczo-chłodnicze.

Pozostali

Spółka planuje zwiększyć udział eksportu do min. 30% z około 20% w roku bieżącym. Produkty spółki kierowane są oprócz krajów UE (m.in. Litwa, Łotwa, Hiszpania, Portugalia) oraz Europy Wsch. (Białoruś, Bułgaria, Ukraina) także do krajów azjatyckich takich jak: Korea Płd., Hongkong, Tajlandia, Chiny, Japonia. Nowym ciekawym rynkiem zbytu może być również Kazachstan. W rozwoju eksportu do krajów Unii Europejskiej ma pomóc niemiecka spółka dystrybucyjna PKM Duda Distribution GmbH i chłodnia w Passau (pojemność - 3.5 tys. ton towaru), które umożliwią sprzedaż głównie na rynku francuskim, niemieckim i austriackim. Początkowo firma w Niemczech będzie dystrybuowała przede wszystkim dziczyznę, ale z czasem wachlarz produktowy będzie się poszerzał. Obecnie struktura przychodów walutowych dzieli się mniej więcej równo na przychody w USD oraz w Euro.

Rynek i otoczenie konkurencyjne

W 2006r. łączne przychody polskich producentów mięsa przekroczyły 27 mld PLN. Wzrost przychodów branży napędza przede wszystkim eksport wołowiny, w produkcji której Polska jest jednym z czołowych krajów Unii Europejskiej. Pomimo wejścia do UE, wołowina w Polsce jest nadal tańsza niż w krajach Unii. Polskie zakłady eksportują także coraz więcej wieprzowiny. Produkty wieprzowe trafiają jednak w tym przypadku do nowych krajów członkowskich, jak również poza Unię. Pomimo początkowych trudności zakłady coraz sprawniej radzą sobie z wprowadzonym przez Rosję embargiem na polskie mięso poprzez wzmożony eksport do innych krajów.

Na rynku mięsa można odnotować widoczny trend konsolidacyjny. Firmy mięsne chcą przejmować nie tylko producentów, ale również hurtowników oraz detalistów. Zdaniem branżowych specjalistów ożywienie w produkcji mięsa powinno się utrzymać przynajmniej przez kilka najbliższych lat.

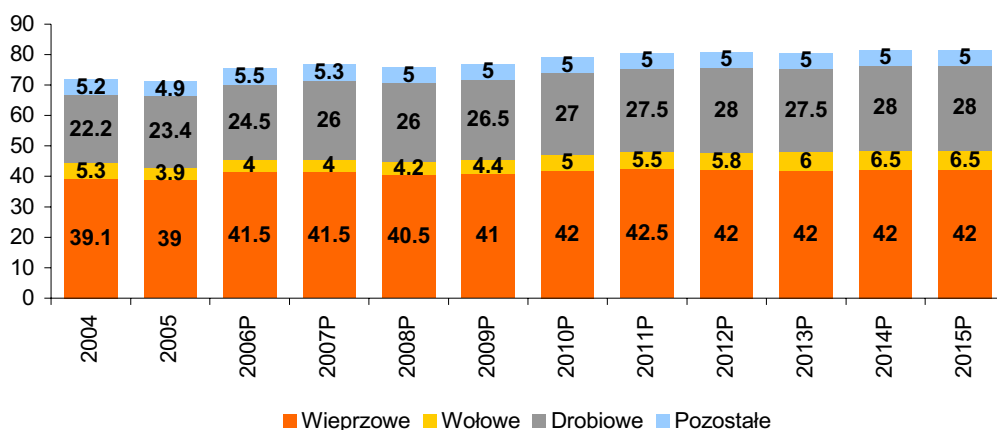
Po wejściu Polski do UE sytuacja firm na rynku mięsnym zmieniła się radykalnie. Ceny wołowiny i wieprzowiny wzrosły, poszerzył się rynek zbytu. Wiele firm zaczęło inwestować w nowe zakłady oraz modernizować stare, dzięki czemu mogły one spełnić unijne normy sanitarne. Te inwestycje, w pewnym stopniu dofinansowane przez środki unijne, przyczyniają się do szybkiego rozwoju firm oraz eksportu.

Zdaniem specjalistów, w II półroczu 2006r. produkcja wieprzowiny załame się. Będzie to efektem nieurodzaju i wysokich cen zbóż i pasz w okresie zimowo-wiosennym oraz względnie niskiego poziomu cen trzody i jej opłacalności. W całym 2007 ARR prognozuje produkcję na podobnym poziomie, co w 2006r., podobnie jak spożycie. Wyraźniejszy spadek produkcji i spożycia wieprzowiny nastąpi w 2008r.

W 2006 roku kontynuowany jest proces unowocześniania ubojów zwierząt rzeźnych oraz nastąpiło powtórne ożywienie w produkcji wędlin i innych przetworów mięsnych. Dało to podstawy do dalszego wzrostu wartości obrotów branży oraz utrzymania względnie wysokiego poziomu rentowności. Poprawia się kondycja i płynność finansowa przedsiębiorstw przy stosunkowo wysokim poziomie inwestowania. Podobne tendencje można będzie zauważyć także w 2007r.

Udział Polski w całkowitej produkcji mięsa w Unii Europejskiej wynosi obecnie około 8%. Prognozy wskazują, że do 2013r. w Polsce wzrośnie konsumpcja wszystkich rodzajów mięsa, w tym najwolniej wołowiny.

Spożycie mięsa w Polsce (kg/osobę)



Źródło: Millennium DM

Głównymi konkurentami na rynku krajowym jest grupa Animex oraz grupa Sokolów, które są największymi graczami na rynku Polskim z przychodami grubo powyżej 1 mld PLN. Szacuje się, że w 2005r. Animex posiadał 9.2% rynku mięsnego, Sokolów 6.3% a PKM Duda 3.5%. Naszym zdaniem w roku bieżącym oraz w najbliższych latach PKM Duda ponownie zmniejszy przewagę do czołowych firm w branży.

Rozwój linii biznesowych

Wieprzowina

Spółka prowadzi ubój obecnie średnio 50-60 tys. sztuk trzody chlewnej miesięcznie. Przed świętami, czyli w najlepszych miesiącach, ubój zwiększa się nawet do 70 tys. miesięcznie. Moce ubojowe oceniane są przez spółkę na poziomie 850 tys. sztuk rocznie. W 2006r. prognozujemy ubój na poziomie około 730 tys. sztuk.

Jeżeli chodzi o możliwe cele do przejęcia, to największy podmiot, z którym prowadzone są rozmowy prowadzi ubój dzienny trzody chlewnej na poziomie ok. 1500-1600 sztuk. Stanowi to około 50% uboju Dudy. Spółka planuje osiągnąć w przyszłości moce ubojowe powyżej 1.5 mln sztuk, co może być zrealizowane wyłącznie poprzez pozytywną finalizację przejęcia wspomnianego podmiotu.

W segmencie wieprzowiny spółka osiąga marżę EBITDA na poziomie 6-6.6%. W przypadku wspomnianych przejęć i pozytywnych efektów synergii planowane jest podwyższenie tej marży do poziomu 10%.

Wołowina

Obecnie segment wołowiny stanowi znikomy udział w przychodach grupy ogółem. Spółka jednak planuje wyraźny rozwój w tej dziedzinie. Największy z podmiotów, z którym prowadzone są rozmowy dotyczące przejęcia, jest liderem wołowiny w Polsce, z ubojem na poziomie 150 tys. sztuk rocznie. Po ewentualnym przejęciu spółka zakłada wzrost marży EBITDA z tej działalności w przyszłości do ponad 10% z 6.7-7.5% obecnie. Ponadto spółka zależna Polska Wołowina w wyniku dokonywanych inwestycji planuje zwiększyć przychody z dotychczasowych 35 mln PLN do 50 mln PLN.

Dystrybucja mięsa i wędlin

Rynek dystrybucji mięsa i wędlin jest w Polsce bardzo rozdrobniony. Duda posiada w nim około 2-3% udziału. Udział ten czyni ją jednym z największych podmiotów w tej dziedzinie. Makton oraz Frykas sprzedają łącznie około 60 tys. ton wędlin. Planowane jest zwiększenie tej liczby do 120 tys. ton poprzez inwestycje green field oraz poprzez przejęcia. Spółka planuje zakup dużego podmiotu na rynku warszawskim, gdzie panuje dość duża konkurencja cenowa. Podmiot ten w 60% posiada tych samych odbiorców co Duda, tak więc korzyści z przejęcia mogą być bardzo istotne. Spółka ma zostać przejęta za kwotę od 25-30 mln PLN (P/E 10). Duda planuje także rozwinąć działalność dystrybucyjną na północy kraju (Trójmiasto, Mazury), co pozwoli jej na zmniejszenie wpływu sezonowości na wielkość przychodów. Jest to związane z faktem krótkookresowej migracji ludności z dużych miast w sezonie letnim. Obecnie marża EBITDA w tym segmencie wynosi 3%, ale w wyniku możliwych inwestycji planowane jest zwiększenie marży do 5-6% w ciągu najbliższych lat.

30% surowca (póltusze) spółki Eurosmak, która zaopatruje centra dystrybucyjne pochodzi z zaplecza Dudy. Spółka planuje w przyszłości utrzymać ten odsetek. Jeżeli Eurosmak ma możliwość nabywania tanio surowca, kupuje go od dostawców zewnętrznych. Dzięki temu grupa może zyskać sprzedając surowiec na zewnątrz. Wszelkie niedobory surowca Eurosmak może uzupełniać dostawami z grupy. Taka elastyczność możliwa jest dzięki temu, iż cała produkcja spółki w obecnej sytuacji rynkowej znajduje zawsze zbyt na zewnątrz.

W wycenie zakładamy głównie rozwój centrów dystrybucyjnych od podstaw lub ewentualnie poprzez przejęcia małych podmiotów. Przyjmuje otwarcie w 2007r. 3 nowych centrów dystrybucji i osiągnięcie do 2010 roku 16 centrów dystrybucji.

Dziczyzna

Obrót firmy Hunter Wild za rok obrotowy od 1 kwietnia 2005r. do 31 marca 2006r. wyniósł 34 mln PLN. Spółka planuje zwiększenie w najbliższych latach przychodów do 50 mln PLN. Marża EBITDA z tej działalności jest bardzo wysoka i wynosi 20%, przy planowanym wzroście do 25% w ciągu najbliższych lat. Produkty kierowane są między innymi do Niemiec, krajów Beneluxu oraz do Europy Pd. Hunter Wild posiada aż 30% rynku dziczyzny w Polsce. Rynek ten opanowany jest w kraju tylko przez 10 podmiotów, z czego drugi pod względem wielkości ma udział w rynku na poziomie 20%. Planowany jest dalszy wzrost udziału w rynku do 50%. Oprócz eksportu spółka upatruje także szanse rozwoju tego segmentu we wzroście zapotrzebowania na dziczyznę także w Polsce, co naszym zdaniem może nastąpić dopiero za kilka lat.

Przechowalnictwo

Duda planuje rozwinąć bazę przechowalniczo-logistyczną. Jeden z głównych celów przejęcia jest bardzo dużym graczem na rynku tych usług ze zdolnościami chłodniczymi na poziomie 30 tys. ton, co w przypadku finalizacji transakcji może przełożyć się na dużo wyższe przychody grupy z tej działalności w przyszłości. Obecne możliwości przechowalnicze zostaną w całości wykorzystane do końca roku, tak więc tylko przejęcia lub budowa nowych chłodni może przyczynić się do dalszego wzrostu tego segmentu.

Produkcja rolna

Spółka planuje podwoić obecny areal ziemi z 5 tys. ha do 10 tys. ha. Około 33% zasiewu ma stanowić rzepak, który będzie wykorzystywany do produkcji biopaliw. Resztę zasiewu ma stanowić żyto oraz pasze (pszenica, pszenżyto). Taka struktura wynika przede wszystkim z możliwości zasiewu rzepaku, który powinien być zasiany w tym samym miejscu po 2 sezonach. Jeżeli chodzi o pasze, to spółka wraz ze zwiększoną podażą własnych zasobów pasz, planuje wybudować własną mieszalnię pasz.

Biopaliwa i biogazownie

Celem zmniejszenia kosztów utylizacji odpadów jak również oszczędności związanych z zapotrzebowaniem energetycznym i ciepłym spółka postanowiła zainwestować w instalacje biogazowe oraz do produkcji biopaliw, zlokalizowane przy zakładach produkcyjnych i dużych fermach. Pierwszy moduł biogazowni ma zostać wybudowany w I półroczu przyszłego roku.

Spółka chce współpracować z firmami, które zdobyły doświadczenie w tym segmencie na rynku niemieckim. W dość krótkim czasie planowane jest podpisanie pierwszej umowy na budowę biogazowni. W przyszłości z biogazowniami będą połączone instalacje do produkcji biopaliw, co zapewni firmie rynek zbytu na uprawiany przez nią rzepak.

Wszelkie nadwyżki ciepła bądź energii elektrycznej będą sprzedawane, choć działalność ta jest realizowana przede wszystkim z myślą o własnych potrzebach i obniżeniu kosztów. Spółka szacuje, że w przyszłości oszczędności z tytułu tej działalności mogą sięgać 3 mln PLN. Punkt rentowności biogazowni planowany jest na 5-7 lat.

Ekspansja na Ukrainie

Od lutego bieżącego roku Duda jest większościowym udziałowcem firmy Borys, zajmującej się ubojem i rozbiorem mięsa na Ukrainie. W ostatnim czasie spółka przejęła za 1.5 mln USD 100% akcji i udziałów w ZAS i PP "SWINOKOMPLEKS ZORIA", którego ferma ma obecnie moce produkcyjne na poziomie 25 tys. tuczników. Moce produkcyjne mają w dość krótkim czasie podwoić się, a w ciągu najbliższych dwóch lat w wyniku zakupu ferm całkowite moce na Ukrainie mają osiągnąć 250 tys. sztuk tuczników. Moce ubojowe są planowane na 120 tys. sztuk rocznie, po przejęciu podmiotu na początku przyszłego roku. Produkcja i handel opierać będą się zarówno o półtusze, jak i mięso w elementach.

Spółka ocenia, że marże netto z działalności na Ukrainie mogą być nawet trzykrotnie wyższe w ciągu 2-3 najbliższych lat od marż osiągniętych na rynku krajowym. Wpływ będzie mieć na to głównie deficyt wieprzowiny na Ukrainie (w 2005r. ponad 0.5 mln ton) oraz dostęp do rynku rosyjskiego. Ponadto korzystnie wpłyną na to również dopłaty do ferm plemiennych oraz zwolnienie z podatku dochodowego. Nieograniczony dostęp do ziemi oraz duże arealy mogą również przelożyć się na niższe koszty gospodarowania. Cena półtuszy jest prawie 1.5 razy wyższa niż w Polsce, przy zbliżonej cenie tuczu.

Plany spółki odnośnie Ukrainy są szeroko zakrojone i opierają się na budowie podobnej grupy mięsnej jaka istnieje w Polsce. W swojej wycenie zakładamy, iż przychody z działalności na Ukrainie wyniosą w 2007r. około 70 mln PLN i wzrosną do 140 mln PLN w roku 2010.

Emisja akcji serii G

Spółka zamierza przeprowadzić emisję 48.2 mln akcji serii G z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Spodziewane jest pozyskanie około 150 mln PLN na przejęcia oraz inne inwestycje. W naszej wycenie nie bierzemy pod uwagę wartości tej emisji, jak również wszystkich planów akwizycyjnych z nią związanych. Jedyny wyjątek stanowi tutaj przejęcie na Ukrainie oraz przejęcia drobnych firm w kraju, które zakładamy, że będą sfinansowane ze środków własnych oraz z kredytów bankowych. Uwzględniamy finalizację przedsięwzięcia na Ukrainie oraz prognozujemy przyszłe wpływy z tej działalności w modelu wyceny. Rozwój firmy na Ukrainie jest bardzo prawdopodobny z uwagi determinację w tej dziedzinie, a ponadto spółka dysponuje odpowiednimi środkami, aby móc sfinansować tą inwestycję.

Pomimo faktu, iż nie uwzględniliśmy większości zakładanych przejęć oraz emisji akcji w modelu wyceny, warto przytoczyć możliwe cele przejęć oraz pozostałe cele inwestycyjne deklarowane przez spółkę.

□ Profil zbliżony do PKM Duda

Spółka prowadzi rozmowy z dwoma podmiotami. Większy z nich odnotowuje przychody na poziomie zbliżonym do 0.5 mld PLN. Jest on bardzo istotnym graczem na rynku wołowiny jak również w usługach przechowalniczo-chłoniczych. Średni ubój trzody chlewnej jest także wysoki i stanowi około połowy średniego uboju PKM Duda. Drugi możliwy do przejęcia podmiot osiąga przychody na poziomie 300 mln PLN.

□ Segment dystrybucji mięsa i wędlin

Firma planuje w ciągu 2 lat podwoić przychody z tego segmentu dzięki dokonanym przejęciom lub poprzez inwestycje green field. Spółka ma na oku kilka podmiotów, z których największy działa na rynku warszawskim i jest bezpośrednim i znaczącym konkurentem Maktona. Spółka również planuje rozwój w północnej Polsce (m.in. Trójmiasto).

❑ Fermy trzody chlewnej

Rozwój będzie realizowany poprzez rozbudowę i modernizacji obecnych ferm oraz poprzez przejęcia.

❑ Biopaliwa oraz biogazownie

Początkowo spółka ma skupić się głównie na biogazowniach budowanych przy zakładach, których głównym celem będzie redukcja kosztów. W chwili obecnej prowadzone są rozmowy z podmiotami niemieckimi, które mają doświadczenie w tej dziedzinie.

❑ Fermy trzody na Ukrainie

Rozwój w tej dziedzinie będzie realizowany poprzez przejęcia. Spółka posiada już kilka potencjalnych podmiotów inwestycyjnych.

❑ Przedsiębiorstwo na Ukrainie o profilu działalności zbliżonym do PKM Duda

Naszym zdaniem jest to jedno z najbardziej prawdopodobnych przejęć, głównie z uwagi na determinację spółki w dążeniu do rozwoju na dochodowym rynku ukraińskim. Spółka obserwuje jeden podstawowy podmiot przejęcia, który w 2005r. osiągnął 18 mln USD przychodów oraz 2.2 mln USD zysku netto, a w tym roku jego wolumeny mają dodatkowo wzrosnąć o około 20%.

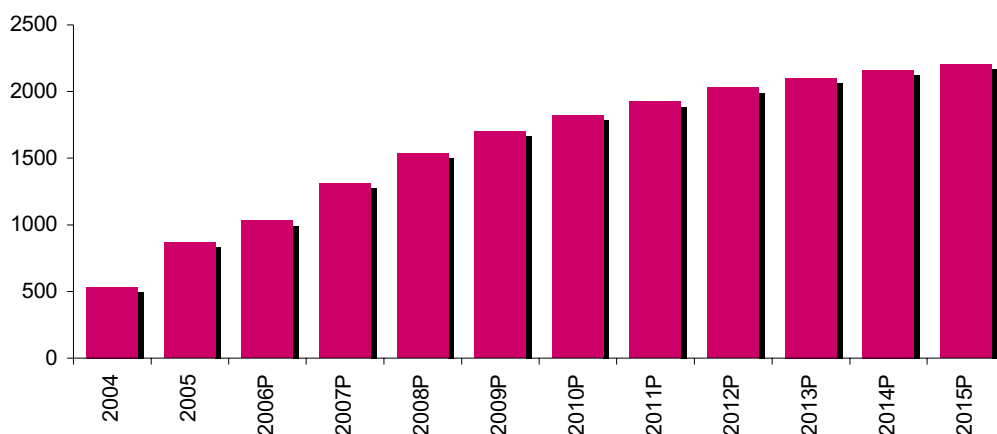
Prognoza wyników finansowych

Dynamiczny wzrost przychodów

Po wynikach za III kwartały zgodnie z naszymi ocenami prognozy spółki na bieżący rok będą przekroczone. Przychody w 2006r. według naszych szacunków mają wynieść 1030 mln PLN, co przy zakładanej rentowności 4.9% powinno przełożyć się na zysk netto w wysokości 51 mln PLN. Wyższa marża ma być zasługą ograniczenia kosztów sprzedaży, które w ubiegłym roku były wysokie w związku z uruchomieniem centrum dystrybucyjnego w Krakowie. Ponadto na wysoką marżę netto wpływ miały także jednorazowe czynniki, takie jak np. przewartościowanie nieruchomości. Spółka zakłada, że w 2006 r. przychody grupy wyniosą 1000 mln PLN, a zysk netto znajdzie się w przedziale od 48 do 50 mln PLN.

W naszej wycenie zakładamy wzrost przychodów w 2007 roku na poziomie około 26%, a także dwucyfrowy wzrost przychodów w kolejnych trzech latach. Tak wysoka dynamika przychodów w następnym roku będzie związana z intensyfikacją działań rozwojowych spółki, z których najważniejsze przełożą się na wzrost przychodów z działalności handlowo-dystrybucyjnej, jak również skokowy wzrost przychodów generowanych na Ukrainie.

Prognozowana wielkość przychodów (w mln PLN)



Źródło: Millennium DM

Wyższe marże

Wpływ na poziom marż ma wiele przeciwstawnych czynników. Z jednej strony marże ze sprzedaży powinny wzrastać ze względu na:

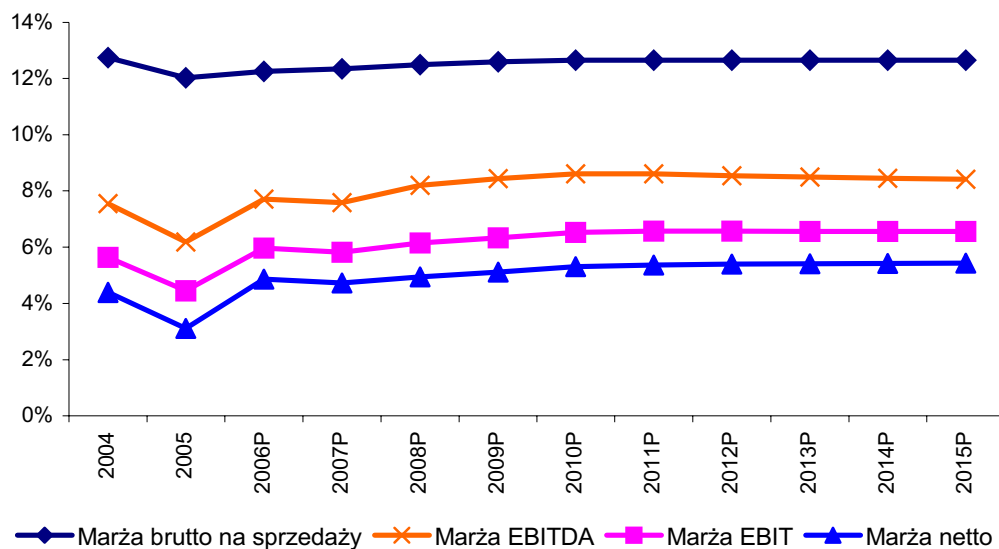
- ❑ Zmniejszające się koszty wskutek m. in. inwestycji w biopaliwa i biogazownie, efektów skali w przypadku rozwoju organicznego i poprzez akwizycje, działań konsolidacyjnych w obrębie grupy poprawiających zarządzanie, a także na skutek rosnącego odsetka surowców własnego pochodzenia
- ❑ Rozwój wysoko marżowych segmentów, takich jak dziczyzna, HORECA czy przechowalnictwo, działalność na Ukrainie oraz eksport
- ❑ Wpływ dotacji z Unii Europejskiej.

Z kolei na spadek poziomu marż mogą mieć wpływ następujące czynniki:

- ❑ Większe zaangażowanie w działalność dystrybucyjną, która charakteryzuje się niższymi marżami
- ❑ Rosnące koszty pracy.

Naszym zdaniem czynniki pozytywne będą przeważać, co przełoży się na wyraźny wzrost marż w ciągu najbliższych 3 lat i ich ustabilizowanie w latach następnych. Wyjątek stanowi tu marża operacyjna i netto w 2007 roku, które będą niższe od poziomu marż w 2006r. z uwagi na jednorazowe zdarzenia poprawiające poziom zysków w roku bieżącym.

Prognozowana wysokość marż



Źródło: Millennium DM

Sprawozdania finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody netto	327.8	533.4	870.0	1 029.7	1 309.8	1 535.4	1 697.4
koszty wytworzenia	298.3	465.4	765.4	903.5	1 148.0	1 343.5	1 483.5
zysk brutto na sprzedaży	29.5	68.0	104.6	126.1	161.8	191.9	213.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	14.5	47.6	82.7	87.0	110.7	125.9	136.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	6.2	9.6	16.8	22.3	25.1	28.3	30.2
EBITDA	26.1	40.3	53.7	79.3	99.4	125.8	143.3
EBIT	21.2	30.1	38.7	61.4	76.2	94.3	107.4
saldo finansowe	-5.7	-0.2	-6.3	0.4	0.1	-0.7	-0.3
zysk przed opodatkowaniem	14.7	29.9	32.5	61.8	76.3	93.7	107.1
podatek dochodowy	1.9	5.0	6.1	11.7	14.5	17.8	20.3
korekty udziałów mniejszościowych	0.8	1.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	12.0	23.4	27.1	50.0	61.8	75.9	86.7
EPS	0.2	0.5	0.6	1.0	1.3	1.6	1.8

Bilans (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
aktywa trwałe	104.4	231.4	269.4	320.6	385.9	426.4	446.9
wartości niematerialne i prawne	0.2	1.0	2.7	3.4	4.6	5.3	5.6
rzeczowe aktywa trwałe	80.7	140.2	168.2	207.6	281.4	320.7	340.4
inwestycje długoterminowe	9.0	10.7	9.2	20.0	10.0	10.0	10.0
aktywa obrotowe	96.9	165.0	197.5	240.3	304.1	374.0	405.0
zapasy	16.2	49.3	58.9	69.1	87.8	102.8	113.5
należności	45.4	75.0	104.7	133.3	169.6	198.1	218.1
inwestycje krótkoterminowe	34.6	39.3	32.0	35.8	44.4	70.7	70.7
rozliczenia międzyokresowe	0.7	1.4	1.9	2.0	2.2	2.5	2.7
aktywa razem	201.3	396.5	467.0	560.9	690.0	800.3	851.9
kapitał własny	108.1	185.0	206.4	256.5	318.2	394.1	427.7
zobowiązania	93.3	211.4	260.6	304.4	371.8	406.2	424.1
zobowiązania długoterminowe	41.0	57.3	103.0	110.0	132.0	132.0	125.4
zobowiązania krótkoterminowe	47.1	143.6	139.3	175.8	219.9	253.3	276.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	4.9	9.1	17.2	18.0	18.9	19.9	20.9
pasywa razem	201.3	396.5	467.0	560.9	690.0	800.3	851.9
BVPS	2.2	3.8	4.3	5.3	6.6	8.2	8.9

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	12.0	23.4	27.1	50.0	61.8	75.9	86.7
amortyzacja	4.9	10.2	15.0	17.9	23.2	31.5	35.9
zmiana kapitału obrotowego	-16.8	-38.3	-54.8	-15.8	-32.1	-26.5	-18.4
gotówka z działalności operacyjnej	1.0	-10.9	-0.1	62.7	65.9	95.7	119.7
inwestycje (capex)	-47.9	-85.3	-27.3	-68.8	-73.1	-71.5	-55.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-47.9	-85.3	-27.3	-68.8	-73.1	-71.5	-55.9
wypłata dywidendy	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	53.1
emisja akcji	58.6	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	21.3	39.0	64.3	20.4	43.9	17.0	4.8
gotówka z działalności finansowej	78.4	74.7	30.5	9.9	30.9	2.1	-63.8
zmiana gotówki netto		-90.5	-60.8	-16.6	-20.2	9.3	-4.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
CEPS	0.4	0.7	0.9	1.4	1.8	2.2	2.5
FCFPS	0.0	-1.9	-1.3	-0.3	-0.4	0.2	-0.1

Wskaźniki (%)

	2003	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	32.9	62.7	63.1	18.3	27.2	17.2	10.5
zmiana EBITDA	70.4	54.3	33.5	47.6	25.2	26.6	13.9
zmiana EBIT	102.8	41.7	28.8	58.5	24.1	23.9	13.9
zmiana zysku netto	188.9	95.3	15.6	84.7	23.4	22.8	14.3
marża EBITDA	8.0	7.5	6.2	7.7	7.6	8.2	8.4
marża EBIT	6.5	5.6	4.5	6.0	5.8	6.1	6.3
marża netto	3.7	4.4	3.1	4.9	4.7	4.9	5.1
sprzedaż/aktywa	162.8	134.5	186.3	183.6	189.8	191.8	199.3
dlug / kapitał	86.3	114.3	126.2	118.7	116.8	103.1	99.2
odsetki / EBIT	-26.7	-0.5	-16.2	0.6	0.1	-0.7	-0.3
stopa podatkowa	18.6	21.6	16.5	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	11.1	12.7	13.1	19.5	19.4	19.3	20.3
ROA	6.0	5.9	5.8	8.9	9.0	9.5	10.2
(dlug) gotówka netto (mln PLN)	-6.8	-97.3	-158.1	-174.8	-195.0	-185.7	-190.5

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Dyrektor
banki i finanse, makroekonomia,
handel

Michał Buczyński

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

Analitik
telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Analitik
media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Adam Zajler

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

Analitik
informatyka

Radosław Łukaszczuk

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

Asystent

Łukasz Kolačzkowski

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

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

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

Robert Wiaderny

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

Marek Przytula

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

Leszek Iwaniec

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

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

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

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

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

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

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

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

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

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

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

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

Pozostałe informacje

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

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

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	11%
Akumuluj	10	56%
Neutralnie	5	28%
Redukuj	1	6%
Sprzedaj	0	0%

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

Kupuj	1	50%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	50%
Redukuj		
Sprzedaj		

*ostatnie 12 miesięcy**