

**Przemysł spożywczy**

Polska

PKM Duda

DUD PW; DUDA.WA

Co Cię nie zabije...

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

jakub.szkopek@dibre.com.pl

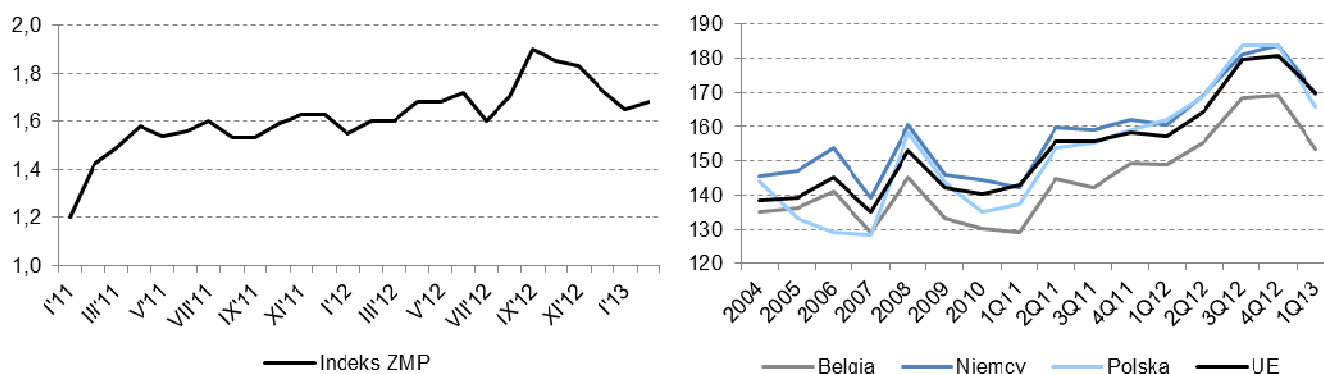
Obecna cena 0,36 PLN

O ile rosnące ceny mięsa wieprzowego negatywnie wpływały na rentowność segmentu uboju PKM Duda w 2012 roku, to obserwowane od X'12 spadki cen przekładać się będą na wzrost wyników finansowych. Indeks cen mięsa wieprzowego ZMP w Niemczech, po osiągnięciu maksimum w IX'12 (1,9 EUR/kg), w kolejnych miesiącach spadł do poziomu 1,6-1,7 EUR/kg, a w 1Q'13 utrzymuje się na poziomie 1,67 EUR/kg. Szacujemy, że wyniki operacyjne PKM Duda zaczęły się poprawiać od końca 4Q'12, a w 1Q'13 Spółka ma szansę na osiągnięcie wyniku EBITDA na poziomie 16,7 mln PLN (+17,6% r/r) i zysku netto +5,8 mln PLN (vs. -1,8 mln PLN w 1Q'12). Oczekujemy odbicia się rentowności segmentu uboju PKM Duda w 2013 roku do poziomu 2% EBITDA (-0,9% w 2012 roku). Wówczas, Spółka na naszych prognozach notowana jest ze wskaźnikiem 4,9x P/E'13 i 4,2x EV/EBITDA'13. Spodziewamy się, że PKM Duda mógłby w 4Q'12 zdecydować się na dodatkowe odpisy (nasze założenia -35 mln PLN), które obciążąłyby wynik 2012 roku (wartość goodwill 75 mln PLN, 9,2% sumy bilansowej). Spodziewamy się, że poprawiające się w 1H'13 wyniki mogłyby skłonić Zarząd Spółki do restrukturyzacji długu bankowego (po wynikach 1H'13 według naszych szacunków wskaźnik długu netto do EBITDA'12m spadnie poniżej poziomu 4,0x). Spółka od początku 2012 roku przeceniła się o 50%, a dobre wyniki 1Q'13 powinny utwierdzić inwestorów, że najgorsze jest już za Spółką, co przekładałoby się na dynamiczny wzrost cen jej akcji.

Ceny mięsa wieprzowego

W pierwszych trzech kwartałach 2012 roku ceny skupu surowca mięsnego na terenie kraju były wyraźnie wyższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej (kilogram byka kosztował +7,9% r/r, krowy +20,0% r/r, jałowki +23,5% r/r i świni +18,3% r/r). Po wzrostach cen zbóż w połowie 2012 roku indeks cen mięsa wieprzowego w Niemczech (ZMP) gwałtownie wzrósł z poziomów 1,6-1,7 EUR/kg do około 1,9 EUR/kg we wrześniu 2012 roku. Wyższe ceny mięsa na rynku europejskim skłoniły branżę przetwórczą do podniesienia cen swoich produktów, ale w zderzeniu ze słabą koniunkturą gospodarczą na terenie Europy ostateczny konsument zaczął stopniowo ograniczać popyt na produkty mięsne. Zdaniem przedstawicieli branży hodowców trzody, poziom 1,9 EUR/kg mięsa wieprzowego można obecnie uznać za maksymalny możliwy do akceptacji przez konsumenta. W obawie o spadające wolumeny sprzedaży, hodowcy i producenci mięsa ostatecznie zdecydowali się na obniżenie swoich cen, co poskutkowało powrotem indeksu ZMP do poziomów 1,65 EUR/kg w I'13 oraz 1,68 EUR/kg w II'13.

Dynamicznie rosnące ceny mięsa wieprzowego w 2012 roku powodowały nacisk na marże przetwórców i ubojni. Ponadto, gwałtownie drożące mięso na terenie UE połączone z osłabiającym się PLN powoduje, że zachodnia konkurencja zaczyna przeszukiwać zachodnią część Polski w poszukiwaniu trzody chlewnej. To dodatkowo wpływa na wzrost cen i spadek rentowności lokalnych ubojni. Obecnie sytuacja się odwraca i spadające od października 2012 roku ceny surowca mięsnego pozwalają na uzyskanie marż wyższych niż zazwyczaj.

Branżowy indeks cenowy mięsa wieprzowego w Niemczech (ZMP) w latach 2011-2013 (EUR/kg) (L) oraz ceny skupu świń rzeźnych w UE w latach 2004-2013 (EUR/100kg) (P)

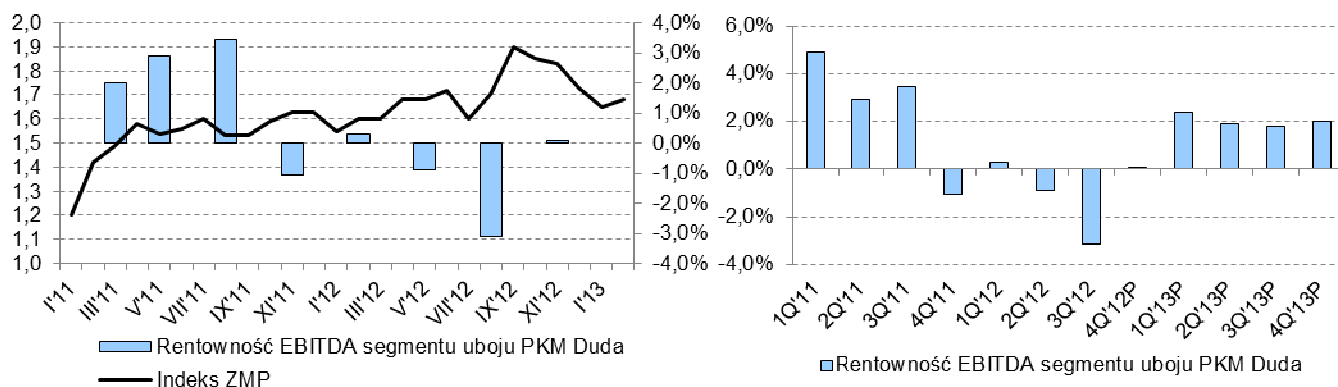
Źródło: DI BRE Banku, Ministerstwo Rolnictwa, www.pig333.com

Spadek cen mięsa wieprzowego a rentowność PKM DUDA

W przypadku segmentu uboju PKM Duda – gwałtowne wzrosty cen mięsa na początku 2012 roku spowodowały wzrost cen trzody i spadek rentowności segmentu. W 4Q'12 ceny mięsa na terenie kraju i EU zaczęły dynamicznie spadać, w związku z czym szacujemy, że rentowność uległa gwałtownej poprawie w drugiej części 4Q'12. Spodziewamy się, że wyniki operacyjne segmentu będą ulegały dalszej poprawie w 1Q'13. Szacujemy, że przy stabilnych cenach mięsa wieprzowego Spółka będzie w stanie utrzymać rentowność EBITDA segmentu uboju na poziomie 1,8-2,0%. Sytuacja mogłaby być jeszcze lepsza, gdyby

sprawdziły się prognozy odnośnie umocnienia się PLN do walut obcych. Wówczas zagranica w mniejszym stopniu penetrowałaby rynek w poszukiwaniu żywca, a lokalne ubojnie korzystałyby z zasobów zachodnich sąsiadów (odwrócenie sytuacji z 2012 roku).

Rentowność EBITDA segmentu uboju PKM Duda (%) na tle indeksu ZMP w Niemczech (EUR/kg) (L) oraz zakładana rentowność segmentu uboju PKM Duda w 2013 roku (%) (P)



Źródło: DI BRE Banku

Spółka, w celu zwiększenia efektywności zakupów, w 2012 roku zwiększyła ilość trzody chlewnej kupowanej bezpośrednio od hodowców. To powinno się również przekładać na wzrost rentowności w segmencie uboju PKM Duda.

Rok 2012 na straty

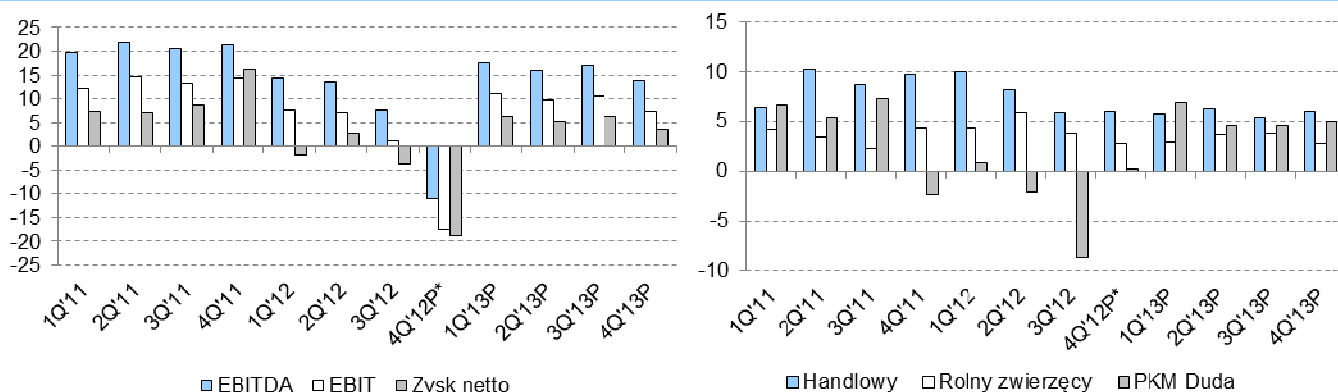
Słabe wyniki 2012 roku mogą być naszym zdaniem pretekstem, aby Spółka zdecydowała się z końcem roku na przeprowadzenie testów na utratę wartości oraz dodatkowe odpisy. Na koniec 3Q'12 wartość goodwill w bilansie wynosiła 75 mln PLN (9,2% sumy bilansowej). Szacujemy, że około 45% wartości tej kwoty mogłoby zostać odpisane przy wynikach za 4Q'12 (35 mln PLN).

Sądzymy, że w związku ze słabymi wynikami za rok 2012, PKB Duda złamie kowenanty umów kredytowych w wyniku czego zapłacona zostanie kara (waiver, którego jednorazową wartość obciążenia szacujemy na 300 tys. PLN). Umowy nie przewidują wzrostu oprocentowania w wyniku wzrostu wskaźnika długu netto do EBITDA.

Poprawa wyników już w pierwszym kwartale

Spodziewamy się, że gwałtowny spadek cen mięsa w końcówce 2012 roku spowoduje wzrost rentowności segmentu uboju w 1Q'13 (marża EBITDA 2,3% z +0,3% w 1Q'12). Na wolumen w 1Q'13 pozytywny wpływ powinny mieć wcześnie w bieżącym roku Święta Wielkanocne (koniec marca 2013 roku). Okres ten zwykle jest czasem żniw dla branży przetwórców mięsa. Spodziewamy się, że sprzedaż w 1Q'13 może sięgnąć 520 mln PLN (+2,1% r/r), EBITDA 16,9 mln PLN (+17,5% r/r), a wynik netto +5,8 mln PLN vs. -1,8 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej.

Prognoza DI BRE Banku dla PKM Duda



Źródło: DI BRE Banku

*Uwzględnia jednorazowy efekt -20 mln PLN (w przeciwnym wypadku EBITDA 4Q'12 wyniosłby +8,9 mln PLN, a zysk netto 4Q'12 -0,8 mln PLN)

Restrukturyzacja długu w połowie roku?

Naszym zdaniem jest bardzo prawdopodobne, że po pierwszej połowie roku, gdy Spółka zaraportuje dobre wyniki za 1H'13, Zarząd PKM Duda mógłby przystąpić do procesu restrukturyzacji długu bankowego. Obecnie Spółka posiada znaczące kredyty w siedmiu bankach (BGŻ, Kredyt Bank, Raiffeisen, Millennium, PKO BP, BZ WBK i DnB Nord). Według naszych szacunków, marża banków wynosi około 2,3p.p. Naszym zdaniem, lepsze wyniki za 1H'13 PKM Duda mógłby wykorzystać do zamiany długu bankowego na obligacje o okresie zapadalności 4-5 lat lub wybór 1-2 banków, które w dalszym ciągu kredytowałyby Spółkę. Szacujemy, że dług netto do EBITDA'12m po 1H'12 spadnie do około 3,7x, co prawdopodobnie

zwiększyliby zainteresowanie zakupem papierów dłużnych przez inwestorów lub zbudowało fundamenty pod negocjacje z 1-2 dużymi podmiotami bankowymi.

Afera z końskim mięsem poza orbitą PKM Duda

Po doniesieniach europejskich mediów, jakoby konina jaką znaleziono w mięsie wołowym miała pochodzić z Polski, PKM Duda przeprowadził kontrolę zmierzającą do wykrycia, czy odbiorcy Spółki mogliby potencjalnie uczestniczyć w procederze mieszana mięsa. Na dzień dzisiejszy podwójna kontrola wykazała, że PKM Duda, jak i klienci Spółki, są poza podejrzeniami o dostarczanie mieszanego mięsa.

Prognoza DI BRE Banku dla PKM Duda na lata 2012-2013

(mln PLN)	2011	2012P	2013P
Cena	0,36	0,36	0,36
P/E	2,5	-2,9	4,9
EV/EBITDA	3,7	30,4	4,2
DY	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto / EBITDA	2,5	19,8	2,6
Przychody	1 670,0	2 063,6	2 008,8
zmiana (%)	14,7%	23,6%	-2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	191,9	176,5	196,8
marża	11,5%	8,6%	9,8%
Koszty sprzedaży	100,4	107,7	104,7
Koszty zarządu	58,9	55,0	54,1
EBITDA	83,5	9,4	63,6
marża	5,0%	0,5%	3,2%
EBITDA segmenty:			
Produkcyjny	7,0	3,6	3,1
Handlowy	34,9	29,9	23,1
Rolny, zwierzęcy	14,3	16,7	13,1
Roślinny	9,5	4,3	3,9
PKM Duda (ubojny)	16,9	-9,6	20,8
Pozostałe	-0,1	-0,5	-0,4
EBIT	54,4	-16,5	38,0
marża	3,3%	-0,8%	1,9%
Działalność finansowa	-11,9	-16,9	-12,7
Zysk netto	39,3	-35,0	20,4
Dług netto	211,6	186,1	164,3

Źródło: DI BRE Banku



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Komentarz został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrolog, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.