

1 kwietnia 2010

Raport analityczny

**Materiały
budowlane**

Polska

Cena bieżąca **16,03 PLN**
Cena docelowa **13,63 PLN**

Kapitalizacja 2,2 mld PLN

Free float 0,6 mld PLN

Średni dzienny obrót (3 mies.) 3,99 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sotowow	40,81%
ING OFE	11,96%
Aviva OFE	11,33%
Synthos S.A.	7,80%
Pozostali	28,10%

Strategia dotycząca sektora

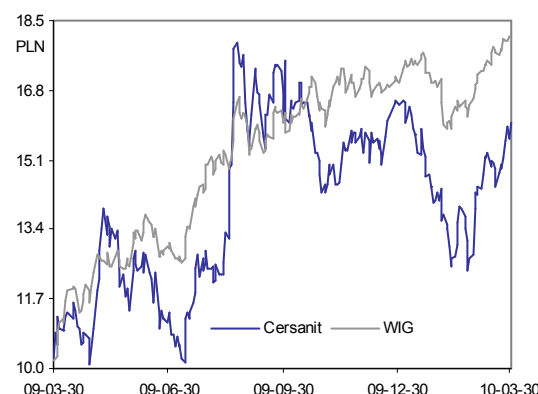
Sektor materiałów budowlanych i materiałów wykończeniowych zmaga się z niskim popytem na oferowane produkty i dużym poziomem konkurencji. W roku 2010 powinno nastąpić niewielkie ożywienie w branży. Niestety najprawdopodobniej towarzyszyć mu będzie znaczący poziom rywalizacji. Szczególnie aktywni nadal pozostają producenci zachodnioeuropejscy. Sytuację dodatkowo pogarsza umacniająca się złotówka. Najprawdopodobniej rok 2010 będzie kolejnym niesprzyjającym dla producentów ceramiki sanitarnej.

Profil spółki

Przedmiotem działalności Spółki jest produkcja i dystrybucja wyrobów wykorzystywanych do wykańczania i wyposażenia łazienek w tym produktów ceramiki sanitarnej, płytek ceramicznych, kabin prysznicowych, wanien i brodzików akrylowych, mebli łazienkowych oraz innych artykułów około łazienkowych. Spółka prowadzi działalność produkcyjną w Polsce, Ukrainie, Rosji.

Ważne daty

30.04 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2009
17.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q1
31.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za IH

Kurs akcji CST na tle WIG

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Cersanit

CRSA.WA; CST.PW

Redukuj

(Nowa)

Czekając na ożywienie w branży...

Słabszy popyt na materiały wykończeniowe połączony z dużym poziomem konkurencji w branży sprawia, że producenci ceramiki sanitarnej zmuszeni są obniżyć ceny lub znacząco zmniejszać poziom przychodów. Sytuację pogarszają zachodnioeuropejscy producenci płytek, którzy nie mogąc zbyć asortymentu na rynkach lokalnych agresywnie wchodzą na rynek polski. Na otoczenie rynkowe niekorzystnie wpływa także umacniająca się złotówka. Spodziewane ożywienie w branży na początku pierwszej połowy roku z pewnością powstrzyma dalsze spadki cen materiałów wykończeniowych. Prawdopodobnie nie dojdzie już do wojny cenowej jaka miała miejsce w pierwszej połowie 2009 roku. Wciąż jednak sytuacja na rynku pozostaje trudna, co znajdzie swoje miejsce w realizowanych marżach. Pierwszy kwartał może być rozczarowujący dla inwestorów. Mroźna i śnieżna zima wpłynęła negatywnie na decyzje związane z rozpoczęciem remontów i prac modernizacyjnych. W Spółce nadal aktualny pozostaje temat potencjalnej emisji akcji, która zwiększyła by kapitał zakładowy o 20%. Naszym zdaniem nie bez znaczenia dla Cersanitu są również zapowiadane na pierwszą połowę roku duże oferty publiczne. Zagroziłoby one obecności Spółki w indeksie WIG20. Spodziewamy się, iż Cersanit mógłby opuścić indeks już podczas wrześniowej rewizji. Rekomendujemy redukcję akcji Spółki Cersanit, a cenę docelową ustalamy na 13,63 PLN.

Prognoza 2010

Mniej chłonny rynek krajowy, a także osłabienie wschodnich rynków eksportowych powoduje, że branża płytek ceramicznych osiąga znacznie gorsze niż przed kryzysem wyniki operacyjne. Na rynku krajowym bardzo aktywna pozostaje zachodnioeuropejska konkurencja, która na skutek kryzysu w branży mieszkaniowej musiała szukać rynków zbytu poza granicami własnych krajów. Na rynkach wschodnich znaczącą barierą wejścia dla producentów zachodnioeuropejskich pozostaje słaba lokalna waluta. To powoduje, że na sprzedaż mają szansę ci którzy posiadają zakłady zlokalizowane na danym rynku. Tam jednak pojawiają się posiadający znaczące moce przerobowe producenci z Czech, Słowacji i Turcji. Waluty krajów tych eksporterów również uległy znaczącej deprecjacji, co sprawia, że oferowany przez nich asortyment pozostaje konkurencyjny na rynkach wschodnich. Spodziewamy się, że rynek krajowy będzie odżywał powoli. Szczególnie będzie to dotyczyło inwestycji odtworzeniowych. W przypadku nowych inwestycji spodziewamy się stopniowego zmniejszania popytu wraz z mniejszą ilością rozpoczętych nowych projektów. Oczekujemy, że spadki cen materiałów wykończeniowych jakie mieliśmy okazję obserwować w całym 2009 roku nie będą miały już miejsca w roku obecnym. Tym niemniej rynek będzie nadal bardzo konkurencyjny przy nieco wyższym popycie.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 517,3	1 413,6	1 496,3	1 605,1	1 688,8
EBITDA	339,7	278,7	318,7	366,9	405,1
marża EBITDA	22,4%	19,7%	21,3%	22,9%	24,0%
EBIT	223,9	162,3	202,5	247,3	283,8
Zysk netto	7,7	-10,3	129,8	139,9	175,2
P/E	300,1	-	17,9	16,5	13,2
P/CE	20,4	21,8	9,4	8,9	7,8
P/BV	2,2	2,2	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA	10,2	12,3	10,5	8,9	7,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%

Profil Spółki

Spółka Cersanit jest producentem ceramiki sanitarnej i elementów wyposażenia łazienek. Ofertę asortymentową Grupy Kapitałowej Cersanit można podzielić na trzy podstawowe grupy obejmujące płytki ceramiczne (gresy, płytki podłogowe i ścienne), ceramikę sanitarną oraz artykuły około ceramiczne (meble łazienkowe, wanny akrylowe, kabiny prysznicowe i brodziki). Ofertę produktową uzupełniają zestawy podtynkowe, uzupełniające serie ceramiki sanitarnej, akcesoria do wanien oraz zestawy zmniejszające bariery w łazienkach i sanitariatach przeznaczonych dla osób niepełnosprawnych. Spółka dystrybuuje swoje produkty, materiały i towary pod markami Cersanit, Opoczno oraz Lira (Rosja). Cersanit rozwija swoją ofertę produktową tak aby konsument, przeprowadzający prace remontowe i wykończeniowe mógł korzystać wyłącznie z produktów oferowanych pod markami Grupy.

Spółka prowadzi sprzedaż na terenie Polski, Ukrainy, Europy Zachodniej, Rosji, Krajów Nadbałtyckich, byłych republik ZSSR oraz byłej Jugosławii. Produkcja z kolei prowadzona jest na terenie Polski, Ukrainy, Rumuni, Rosji.

Produkty Grupy Cersanit plasowane są w segmencie średnio-wyższym i wyższym, choć na półkach sklepowych pojawiają się również tańsze produkty.

Struktura sprzedaży

Spółka wyodrębniła w swojej działalności trzy segmenty operacyjne. Najwięcej, bo aż 63,8% przychodów ze sprzedaży w ubiegłym roku generował segment płytek ceramicznych. Drugi pod względem struktury był segment ceramiki sanitarnej (24,2% przychodów ze sprzedaży). A trzeci artykułów około ceramicznych (12,0% przychodów ze sprzedaży).

Płytki ceramiczne

Na początku 2009 roku Spółka posiadała w ofercie 52 kolekcje płytek pod marką Cersanit, 70 kolekcji płytek pod marką Opoczno i 62 kolekcje płytek pod marką Lira (Marka na terenie federacji rosyjskiej). Oprócz tego pod marką Cersanit Spółka posiadała w swojej ofercie 35 gresów szklwionych, 14 linii gresów zdobionych oraz 10 odmian kolorystycznych gresu technicznego. Pod marką Opoczno oferowanych było 51 linii gresów szklwionych, zdobionych i technicznych. Dodatkowo pod marką Cersanit sprzedawane były 4 kolekcje mozaiki prasowanej. Asortyment płytek z oferty Grupy skierowany jest głównie do wykładania w łazienkach. Znacznie mniej z nich przeznaczonych jest jako płytki kuchenne. Gresy oferowane w ramach Grupy przeznaczone są do zastosowania zarówno wewnątrz jak i na zewnątrz budynków, zarówno w domach jak i obiektach użyteczności publicznej. Gresy techniczne mają natomiast szerokie zastosowanie w miejscach wystawionych na działanie warunków atmosferycznych, ciągach komunikacyjnych, halach produkcyjnych oraz obiektach o szczególnych wymaganiach higieniczno-sanitarnych.

Produkcja płytek ceramicznych na terenie Polski odbywa się w zakładach w specjalnej strefie ekonomicznej w Wałbrzychu posiadających certyfikat ISO 9001-2000 oraz w zakładach w Opocznie. Na Ukrainie produkcja prowadzona jest w zakładach Czyżywce, dysponujących mocami przerobowymi 7 mln m² płytek rocznie. W roku ubiegłym na Ukrainie Spółka rozbudowywała moce przerobowe swoich zakładów. W wyniku tychże zmian, możliwości produkcyjne w bieżącym roku wzrosły do 12 mln m² płytek rocznie. Celem rozbudowy mocy przerobowych w zakładach na Ukrainie jest zwiększenie wolumenów sprzedaży na terenie naszego wschodniego sąsiada i wykorzystanie deprecjacji hrywnej do zdobycia tamtejszego rynku. Poprzez lokalizację zakładów na Ukrainie produkcja płytek jest stosunkowo tańsza niż produkcja w Polsce, a to pozwala na konkurencyjność kosztową z innymi producentami z branży nie posiadających zakładów zlokalizowanych w tym kraju. Celem Spółki jest osiągnięcie takiej produkcji na Ukrainie by nie było wymagane korzystanie z mocy przerobowych zakładów zlokalizowanych na terenie Polski. W dłuższej perspektywie Zarząd planuje również zwiększenie mocy przerobowych zakładów zlokalizowanych na terenie Rosji do 13 mln m² rocznie. W przyszłości Spółka planuje zwiększenie mocy przerobowych w segmencie płytek ceramicznych do 100 mln m² rocznie.

Ceramika sanitarna

Na początku 2009 roku oferta produktowa Spółki Cersanit obejmowała 16 kompletnych serii ceramiki sanitarnej (WC kompakt, umywalka, bidet, postument, pisuar). Produkty grupy spełniają wymagania światowych i krajowych norm bezpieczeństwa oraz posiadają wymagane atesty higieniczne. Produkty ceramiki sanitarnej nadają się do zastosowania w łazienkach prywatnych jak i sanitariatach publicznych. Są w pełni dostosowane do potrzeb osób niepełnosprawnych i mogą być wykorzystane w sanatoriach, gabinetach odnowy biologicznej oraz szpitalach.

Zakłady zajmujące się produkcją ceramiki sanitarnej zlokalizowane są na terenie Polski, Ukrainy oraz w Rumuni. W Polsce produkcja prowadzona jest w zakładach w specjalnej strefie ekonomicznej w Starachowicach. Na Ukrainie w 2009 roku moce produkcyjne dysponowały

mocą 1 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie, a w bieżącym roku za sprawą dodatkowych inwestycji będą produkować do 2 mln sztuk ceramiki rocznie. Spółka posiada również zakłady w Roman w Rumuni. Dysponują one obecnie mocą 1 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie. W długim okresie Zarząd planuje zwiększenie mocy produkcyjnych całej Grupy w segmencie ceramiki sanitarnej do 10 mln sztuk rocznie.

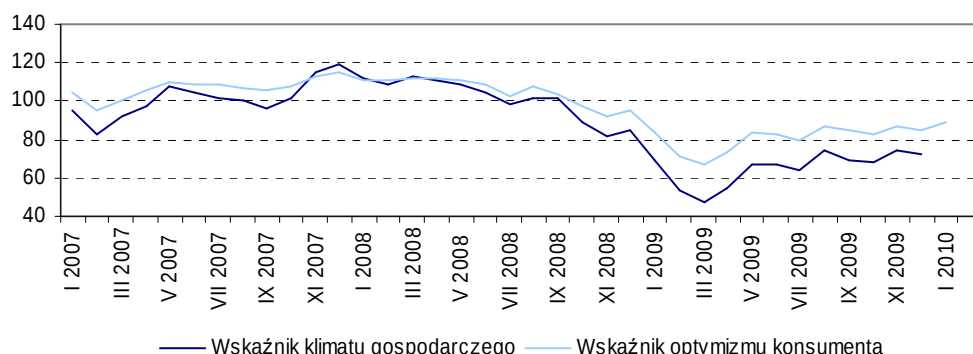
Artykuły około ceramiczne

W segmencie znajdują się produkty związane z wyposażeniem łazienki. Są to między innymi meble łazienkowe, wanny, brodziki akrylowe oraz kabiny prysznicowe. Oferta grupy obejmuje obecnie 24 kompletne kolekcje mebli łazienkowych. Oprócz tego udostępnione jest 37 modeli w segmencie wanien akrylowych, 24 modele kabin prysznicowych oraz 20 modeli brodzików akrylowych. Ofertę rynkową Spółki uzupełniają inne akcesoria łazienkowe o różnych wzorach. Spółka posiada zakłady produkcyjne na terenie kraju i poza jego granicami. W Polsce produkcja odbywa się w zakładach w specjalnej strefie ekonomicznej w Starachowicach. Meble łazienkowe, kabiny prysznicowe, wyroby akrylowe produkowane w tych zakładach mają certyfikat jakości ISO 9001:2000. Poza tym produkty segmentu produkowane są na Ukrainie w Czyżywce oraz w Rumuni w Bacau. Zarząd w przyszłości planuje znacząco zwiększyć moce przerobowe zlokalizowane w Bacau i z takim przeznaczeniem już w poprzednim roku zakupił działkę budowlaną w tym regionie.

Otoczenie makroekonomiczne

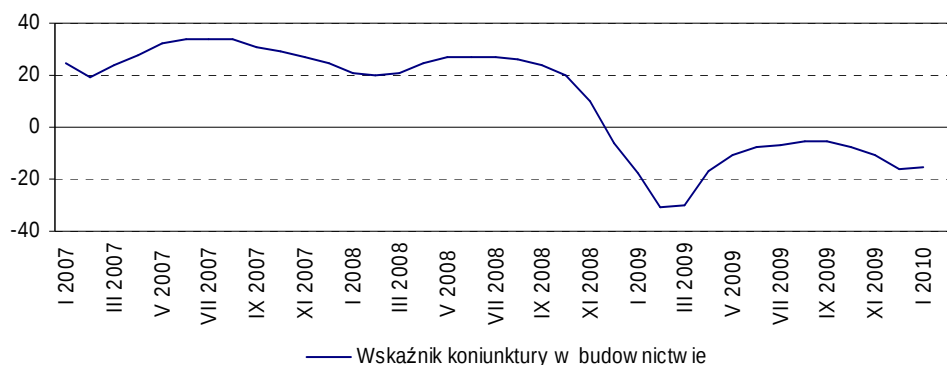
Popyt na płytki jest generowany przez inwestycje odtworzeniowe i nowe inwestycje budowlane. Znacząca większość zapotrzebowania na płytki przypada na inwestycje odnawialne. Remonty i modernizacje użytkowanych lokali można porównać do wydatków na dobra trwałe, które stosunkowo łatwo można odwrócić w czasie. Popyt na takie dobra jest szczególnie wrażliwy na osłabienie koniunktury gospodarczej. Wówczas nakłady inwestycyjne na remonty powierzchni mieszkalnych będą jednymi z pierwszych jakie zostaną przesunięte w czasie. A dopiero wtedy gdy zostają zaspokojone potrzeby priorytetowe (żywność, ubrania, wypoczynek, a nawet samochód), to wówczas uprawdopodobni się decyzja dotycząca remontu i modernizacji powierzchni mieszkalnej. Naszym zdaniem podstawowymi wskaźnikami sygnalizującymi powrót koniunktury na remonty powierzchni mieszkaniowej będą te pokazujące zaufanie, z jakim ludność postrzega swoją przyszłość. Dobrymi przykładami takich barometrów mogą być wskaźniki klimatu gospodarczego i optymizmu konsumenta. Te jednak w ostatnim czasie znajdują się poniżej poziomów z lat 2008 – 2009, kiedy Cersanit odczuwał zwiększony popyt na swoje wyroby. Polepszenie się koniunktury gospodarczej i luźniejsza akcja kredytowa banków komercyjnych powinna pozytywnie wpływać na lepsze postrzeganie przyszłości przez ludność. Tym niemniej jednak proces ten będzie długotrwały i mało dynamiczny. Oczekujemy również, że zapotrzebowanie związane z realizacją nowych projektów inwestycyjnych będzie znacznie mniejsze niż w poprzednich latach i będzie ulegać dalszemu osłabieniu wraz z oddawaniem wcześniej zaczętych projektów inwestycyjnych i brakiem rozpoczęcia nowych. Szczególnie powinno to dotyczyć mieszkalnictwa indywidualnego, mniej z kolei socjalnego (w 2009 roku wydano o 9% r/r mniej pozwoleń na budowę niż w roku poprzednim).

Wskaźnik klimatu gospodarczego i optymizmu konsumenta w Polsce od 2007 roku



Źródło: GUS

Innym wskaźnikiem mogącym, naszym zdaniem, pokazywać obecną sytuację w zakresie usług remontowych jest wskaźnik koniunktury w budownictwie. Ten obecnie znajduje się na niskich poziomach i naszym zdaniem trudno oczekiwać jego rychłego powrotu na wysokość z roku 2007 i 2009.

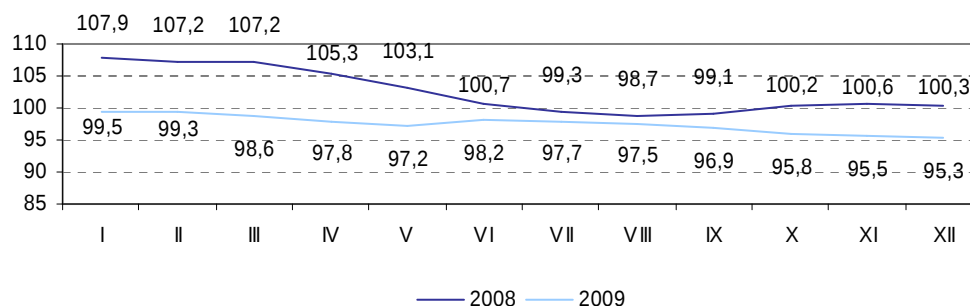
Wskaźnik koniunktury w budownictwie w Polsce od 2007 roku

Źródło: GUS

Dodatkowym elementem, który naszym zdaniem osłabiać będzie popyt na remonty pomieszczeń mieszkalnych jest ucieczka znacznej ilości specjalistów na rynki Europy Zachodniej. Ich zniknięcie z kraju sprawiło, że na rynku lokalnym zabrakło wykwalifikowanych rąk do pracy, a słabe umiejętności dostępnych ekip zniechęciło wiele rodzin do podjęcia decyzji dotyczącej remontu. Nie bez znaczenia były również wysokie wymagania płacowe ekip remontowych. Obecne osłabienie popytu na remonty sprawia, że oczekiwania te uległy zmniejszeniu. To powinno działać pozytywnie na decyzje dotyczące rozpoczęcia prac remontowo-modernizacyjnych. Uważamy również, że dużo głębsze osłabienie koniunktury na rynkach zagranicznych skłoni część z wykwalifikowanych pracowników remontowych do powrotu na teren kraju.

Rynek krajowy

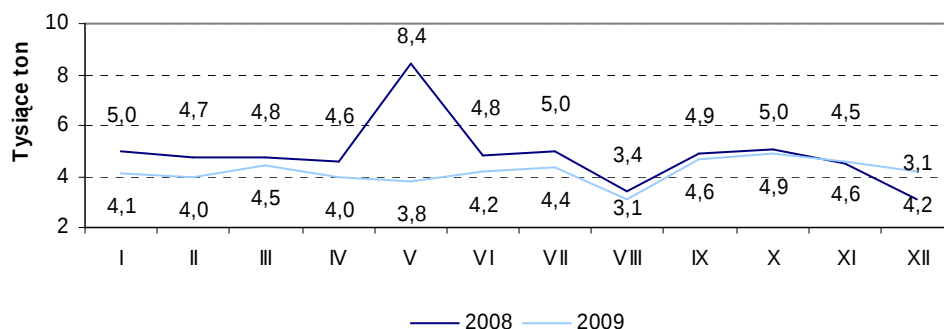
Na terenie kraju w 2009 roku widoczny był spadek sprzedaży materiałów budowlanych. Wpływ na to miały decyzje o przełożeniu w czasie decyzji inwestycyjnych w ramach budownictwa indywidualnego oraz komercyjnego. Czasowo wstrzymywane były zarówno realizacje nowych projektów inwestycyjnych, jak i tych już wcześniej rozpoczętych. Rok do roku do końca listopada 2009 sprzedaż produkcji budowlano-montażowej spadła średnio o 0,5%, budowa mieszkań spadła o 5,2%, ilość mieszkań oddanych do użytkowania spadła o 5,4%, a liczba mieszkań na które wydano pozwolenia na budowę spadła o 22,2%. To wszystko zadecydowało, że popyt na materiały budowlane był znacząco niższy. Na rynku płytek i ceramiki łazienkowej w pierwszej połowie roku miała miejsce wysoka konkurencja między spółkami działającymi w branży. Szczególnie aktywni byli zagraniczni producenci płytek, którzy niemalże za wszelką cenę chcieli pozbyć się zapasów zgromadzonych w magazynach. Wartość produkcji sprzedanej przemysłu – produkcji wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych – zaczęła spadać już w styczniu 2009 roku i jak na razie nic nie wskazuje na to, aby ten trend miałby się odmienić. Wartość produkcji sprzedanej wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych była w całym 2009 roku na poziomie niższym niż w roku 2008, ale jej spadek nie był bardzo drastyczny. Mniejsza chłonność rynku krajowego i wciąż wysoka produkcja na terenie kraju sprawiła, że w ciągu całego 2009 roku spore spadki cen zarówno materiałów budowlanych i wykończeniowych jak i ich wolumenów sprzedaży.

Wskaźniki produkcji sprzedanej przemysłu – produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych w Polsce w 2008 i 2009 roku (r/r)

Źródło: GUS

Produkcja wyrobów sanitarnych ceramicznych z wyłączeniem wyrobów z porcelany w Polsce w całym 2009 roku była na poziomie niższym niż w 2008 roku (średnio – 13,6% r/r). Jedynie w grudniu i listopadzie zeszłego roku była ona wyższa jak rok wcześniej, lecz było to raczej wynikiem niskiej bazy zanotowanej w listopadzie 2008 roku, aniżeli trwałej zmiany trendu. Mniejszy jak rok wcześniej poziom produkcji w ciągu całego roku bardzo dobrze pokazuje wiarę producentów w ożywienie w branży na rynku krajowym. Pewne zwiększenie produkcji dało się zaobserwować w miesiącach styczeń - marzec bieżącego roku, ale było bardziej związane z przygotowaniem do nowego sezonu sprzedażowego niż z odradzającym się popytem (miesiące letnie charakteryzują się najwyższą sprzedażą).

Produkcja wyrobów sanitarnych ceramicznych z wyłączeniem wyrobów z porcelany w Polsce w 2008 i 2009 roku



Źródło: GUS

Rynek płytek w Polsce

Rynek płytek ceramicznych w Polsce rozwijał się bardzo dynamicznie od początku 2000 roku. Tylko w latach 2000 – 2007 łączna produkcja płytek ceramicznych w Polsce wzrosła ponad trzykrotnie. Branża zwiększała się za sprawą zarówno popytu wewnętrznego jak i rosnącego eksportu, który w wyżej wymienionym okresie wzrósł ponad szesnastokrotnie. Bardzo chłonne okazały się być rynki wschodnie, mniej z kolei posiadające silną konkurencję rynki zachodnioeuropejskie. Spadek koniunktury gospodarczej pod koniec 2008 roku w krajach Europy Wschodniej przełożył się na znacznie mniejszą chłonność tychże rynków. Nie bez znaczenia były mniejsze jak w latach poprzednich inwestycje mieszkaniowe, obniżenie zarobków ludności oraz ograniczona akcja kredytowa banków komercyjnych. To przy znaczącej deprecjacji lokalnych walut spowodowało, że importowane towary okazały się być względnie droższe jak przed kryzysem. Niższa chłonność dotychczasowych rynków eksportowych powoduje, że krajowi producenci muszą znacznie intensywniej konkurować na rynku krajowym. Ten z kolei jest bardzo aktywnie obserwowany przez podmioty zachodnioeuropejskie. Łączne zdolności produkcyjne dwóch europejskich potentatów tj. Hiszpanii i Włoch przekraczają 1 mld m² płytek rocznie. Obok nich o rynek zabiega Turcja (ponad 0,3 mld m² płytek rocznie) i Czechy. Trudno jest w takich okolicznościach oczekiwać, aby rynek płytek był równie atrakcyjny jak w poprzednich latach. Spodziewamy się, że to sprawić będzie, że krajowym producentom ceramiki ciężko będzie realizować tak wysokie marże jak miało to miejsce przed kryzysem.

Główni konkurenci

Dwaj czołowi konkurenci Cersanitu na rynku krajowym, a także na części rynków eksportowych spółki Polcolorit i Ceramika Nowa Gała w roku ubiegłym również odczuwały dużą konkurencję na rynku, oraz zmniejszony popyt na swoje produkty. W przypadku pierwszej ze spółek przychody ze sprzedaży spadały w poszczególnych kwartałach powyżej 10%, a spadkom sprzedaży towarzyszyła niższa marża brutto ze sprzedaży oraz zysk operacyjny. Najbardziej dotkliwa dla spółki okazała się pierwsza połowa roku, kiedy to marża brutto ze sprzedaży spadła poniżej 30%. Dopiero końcówka roku przyniosła większy poziom marży, ale niestety był on związany z utrzymaniem wysokich cen produktów, co zemściło się na przychodach ze sprzedaży. Polcolorit w kolejnych kwartałach zamierza utrzymać obecne poziomy cen i nie zamierza poddawać się presji rynku. W przypadku Ceramiki Nowa Gała spadek przychodów nie był aż tak dotkliwy jak w przypadku pierwszego konkurenta. W kwartałach przypadających na miesiące letnie przychody spółki spadały w granicach 10% w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego, a niższym spadkom sprzedaży towarzyszyły niższe marże zysku brutto ze sprzedaży. Te ostatnie w końcówce roku 2009 osiągnęły poziom 10% i wiązały się z niższą średnią ceną przypadającą na metr sprzedanych płytek. Ceramika Nowa Gała wyraźnie poddała się presji rynkowej i istotnie zdecydowała się na obniżenie średnich cen oferowanych produktów. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym

marżę operacyjną była umacniająca się złotówka, która zmniejszyła przychody związane ze sprzedażą eksportową. Zarządy obu spółek z umiarkowanym optymizmem spoglądają w przyszłość. Zgodnie oczekują słabego pierwszego kwartału 2010 roku i lekkiego ożywienia popytu w połowie roku. Wciąż obawiają się jednak konkurencji zagranicznej, szczególnie tej z krajów Europy Zachodniej. Będzie ona tym większa o ile umacniać się będzie Polska waluta.

Wyniki spółek stanowiących bezpośrednią konkurencję dla Cersanitu na rynku krajowym w 2009 roku

(mln PLN)	Polcolorit				Ceramika Nowa Gała			
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
Przychody ze sprzedaży	16,7	18,9	18,8	13,0	35,6	47,2	50,7	32,0
zmiana (r/r)	-27,7%	-26,4%	-11,3%	-21,2%	-63,1%	-9,2%	-8,9%	-19,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	3,8	5,2	6,1	6,1	10,8	11,8	14,2	3,2
marża zysku brutto ze sprzedaży	23,1%	27,5%	32,5%	46,8%	30,4%	25,1%	27,9%	10,1%
EBIT	0,2	0,3	1,4	0,1	3,0	4,0	6,8	-7,1
marża EBIT	1,3%	1,7%	7,6%	0,8%	8,3%	8,5%	13,4%	-22,3%
Zapasy	40,9	38,1	35,3	38,6	81,4	79,3	78,2	76,9
zmiana (r/r)	7,3%	-14,0%	-30,0%	6,5%	32,1%	25,5%	20,1%	3,2%

Źródło: GUS

W trzech pierwszych miesiącach 2010 roku można było zaobserwować zwiększenie zainteresowania klientów w hipermarketach budowlanych oraz składach z materiałami budowlanymi i wykończeniowymi. Jak na razie brak jest większego poziomu realizacji zakupów, ale można dostrzec zwiększenie ilości klientów zainteresowanych asortymentem. Zwiększenie zapytań ofertowych jest również obserwowane w Internecie. Prawdopodobnie wielu potencjalnych klientów rozgląda się obecnie za oferowanym asortymentem, co może w przyszłości przełożyć się na konkretne zamówienia i rozpoczęcie prac remontowo modernizacyjnych. Niewielkiego ożywienia można oczekiwać w drugim kwartale 2010 roku. Niskie temperatury i duże opady śniegu jakie można było zaobserwować w miesiącach zimowych bieżącego roku z pewnością negatywnie wpłynęły na podjęcie decyzji o rozpoczęciu remontów. Również w marcu bieżącego roku można było oczekiwać, że niepewność dotycząca pogody miała istotny wpływ na decyzję o odłożeniu na przyszłość projektów inwestycyjnych.

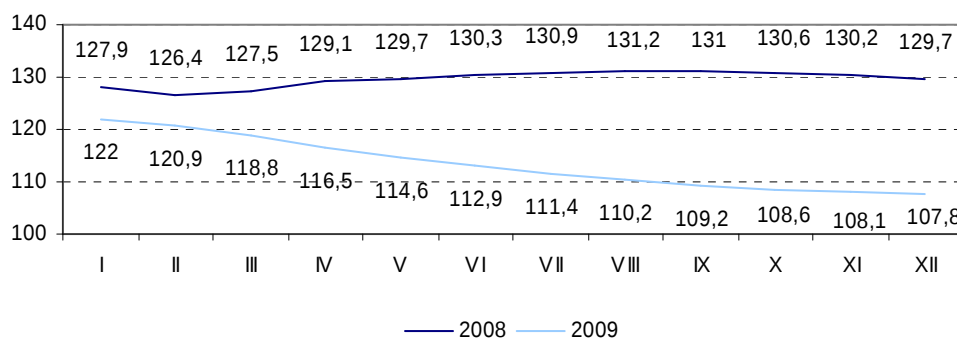
Wprawdzie uważamy, że wojna cenowa z pierwszej połowy 2009 roku nie powinna się powtórzyć w roku 2010, ale wciąż poziom konkurencji nadal będzie wysoki. Oczekujemy natomiast, że poprawiać się będzie poziom popytu generowany przez rynek lokalny. Szczególną rolę przypisujemy tutaj inwestycjom odtworzeniowym. Spodziewamy się, że Polacy wraz z polepszaniem się koniunktury mogą znacznie odważniej podejmować decyzje dotyczące remontów i modernizacji swoich powierzchni mieszkalnych. Nie spodziewamy się natomiast, aby popyt ten nastąpił, wraz z odłożonymi wcześniej remontami ze wzmożoną siłą w przyszłości.

Rynek na Ukrainie

Na Ukrainie głównymi siłami działającymi na niekorzyść producentów płytek i wyposażenia przeznaczonego do łazienek były gwałtowny spadek produktu krajowego brutto (w 3Q2009 - 17,8% r/r) oraz ograniczenie akcji kredytowej przez banki. Na terenie naszego wschodniego sąsiada większość inwestycji zostało całkowicie wstrzymanych, a wydatki konsumentów gwałtownie spadły. Dodatkowo na niekorzyść działała wysoka inflacja (w 3Q2009 15%) oraz spadek wartości krajowej waluty (w 3Q2009 kurs wzrósł o 61,2% r/r). Tym niemniej jednak prawdopodobnie Ukraina najgorsze może mieć już za sobą i jeśli tylko zadłużenie państwa i sytuacja polityczna nie ulegnie pogorszeniu, to w przyszłości gospodarka naszego wschodniego sąsiada powinna radzić sobie już tylko lepiej.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu na Ukrainie – produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych – w ciągu całego 2009 roku miały tendencję wzrostową, ale rosły wolniej niż inflacja konsumencka. Dodatkowo dynamika zmian była mniejsza jak rok wcześniej. Wzrastające wolniej niż inflacja ceny wyrobów z mineralnych surowców niemetalicznych mogą wynikać z jeszcze większej niż na rynku polskim konkurencji producentów materiałów budowlanych oraz znacząco mniejszemu popytowi.

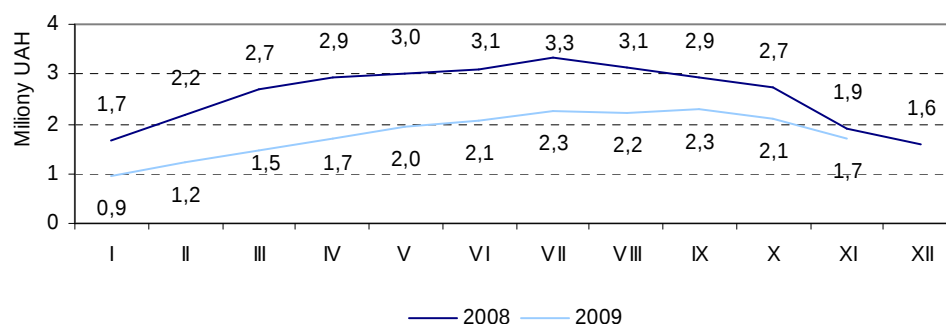
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu – produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych na Ukrainie (r/r)



Źródło: State Statistics Committee of Ukraine

Wielkość produkcji sprzedanej przemysłu – wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych – w 2009 roku była średnio o 30,1% r/r niższa niż w 2008 roku. Tym niemniej w ciągu całego 2009 roku miała tendencję rosnącą, a spadek jaki miał miejsce w końcówce roku był związany z sezonowością jaka jest widoczną w branży.

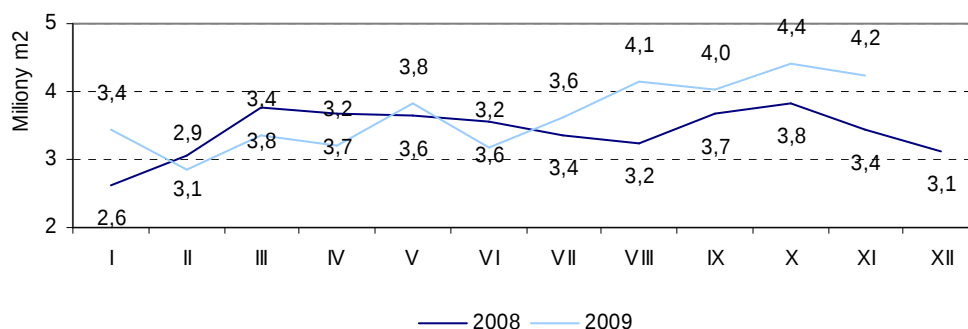
Produkcja sprzedana przemysłu - wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych - na Ukrainie w 2008 i 2009 roku (mln UAH)



Źródło: State Statistics Committee of Ukraine

Ciekawie z kolei w dwóch ostatnich latach przedstawiała się wielkość produkcji płytek na Ukrainie. W 2008 wynosiła ona średnio 3,4 mln m² płytek miesięcznie i pozostawała w wyraźnym trendzie bocznym. W 2009 roku z kolei produkcja ta była średnio o 7,4% wyższa r/r i znajdowała się średnio na poziomie 3,7 mln m² płytek miesięcznie. Trudno jest przypuszczać, aby producenci płytek zdecydowali się produkować więcej jak przed rokiem, gdyby nie posiadali perspektywy sprzedaży zakupionego towaru. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w niskiej wartości waluty krajowej. Powoduje to, że zagraniczni producenci posiadający moce produkcyjne poza Ukrainą będą mieli znacznie większe trudności sprzedaży swoich produktów, które w lokalnej walucie są znacznie droższe niż te produkowane na terenie kraju. Również w przypadku, jeśli lokalny rynek byłby niewystarczająco chłonny, to wciąż istnieje możliwość eksportu produktów ceramicznych poza granice kraju i sprzedaż towaru po bardzo konkurencyjnych cenach.

Produkcja płytek na Ukrainie w 2008 i 2009 roku (mln m²)

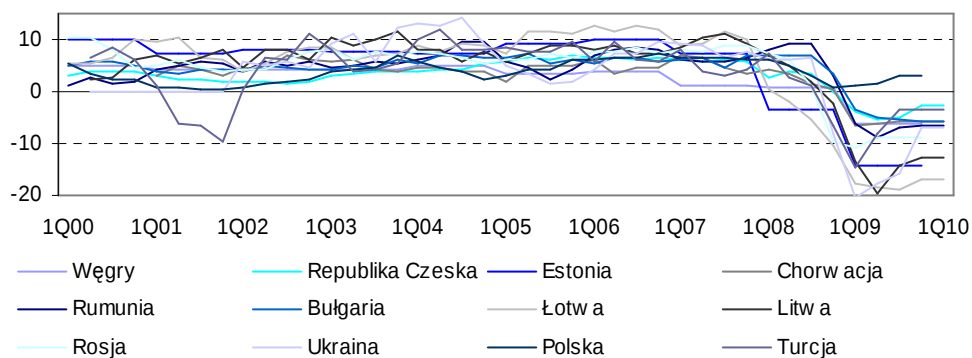


Źródło: State Statistics Committee of Ukraine

Dane dotyczące produkcji płytek na Ukrainie pokazują, że mimo tamtejszego znacznego spadku PKB, wolumenowo rynek ceramiki sanitarnej wygląda lepiej jak w Polsce. Osłabienie koniunktury na Ukrainie i spadek kursu lokalnej hrywny względem złotówki sprawiać będzie, że poziom przychodów w walucie polskiej może być znacznie niższy niż przed kryzysem. Niska wartość waluty krajowej może być szansą dla nowo rozbudowanych zakładów Grupy Cersanit na Ukrainie (projekt „Ukraina II”) w wejściu i budowaniu dobrego wizerunku na tamtejszym rynku.

Podobnie do ukraińskiego powinny się kształtować rynki: rosyjski oraz rumuński. Oczekujemy jednak, że dekonunktura na tym drugim w dużo większym stopniu dotknie sprzedaż płytek i ceramiki sanitarnej. W przypadku krajów nadbałtyckich oczekujemy, że rynki te jeszcze długo pozostaną mniej chłonne. Takiemu stanowi rzeczy sprzyjać będzie duży deficyt budżetowy, ograniczona polityka kredytowa banków i słaba siła nabywcza związana z osłabieniem waluty tych krajów. Nie bez znaczenia będzie również kryzys związany z budownictwem mieszkalnym. Oczekujemy natomiast, że stosunkowo dobrze na tych rynkach powinny się pozycjonować płytki, które zostaną wyprodukowane w zakładach Cersanitu na terenie Ukrainy.

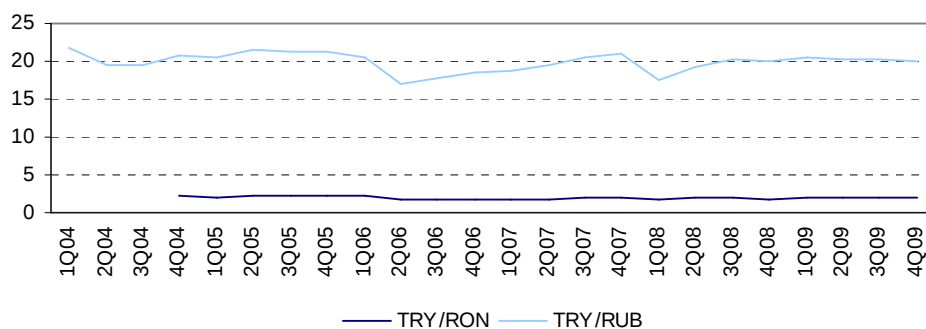
PKB w Polsce, Turcji i rynkach eksportowych Cersanitu (%) (r/r)



Źródło: Bloomberg

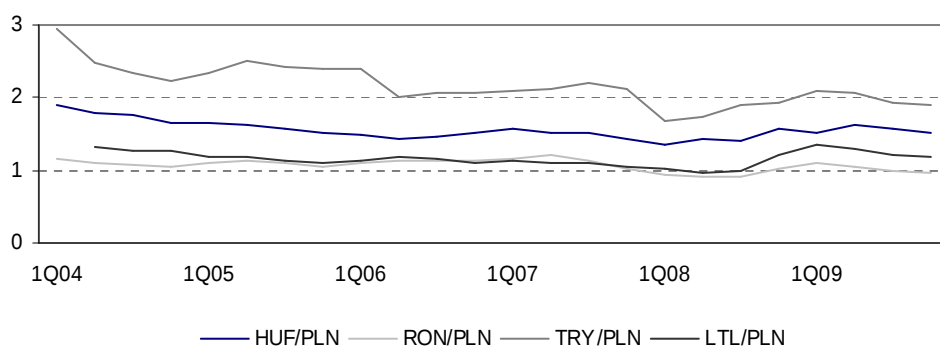
Rynki eksportowe Cersanitu będą z pewnością mniej dostępne dla zachodnioeuropejskiej konkurencji ze względu na znaczące osłabienie się lokalnych walut w stosunku do euro. Spodziewamy się natomiast, że wciąż na tym rynku obecni będą konkurenci z Republiki Czeskiej i Turcji. Zakłady zlokalizowane w tych krajach posiadają znaczące moce przerobowe, a przy niższej chłonności rynków lokalnych producenci płytek chętnie będą penetrowali rynki zagraniczne w celu zbycia własnej produkcji. Sprzyjać temu będą wciąż korzystne kursy wymiany walut między tymi krajami.

Kursy wymiany walut liry tureckiej (TRY) do leja rumuńskiego i rubla



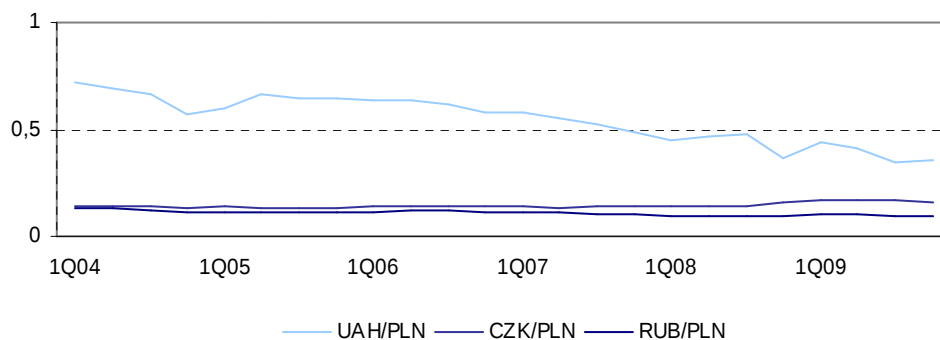
Źródło: Bloomberg

Kursy wymiany walut złotówki (PLN) do forinta, leja rumuńskiego, liry tureckiej i lita litewskiego



Źródło: Bloomberg

Kursy wymiany walut złotówki (PLN) do hrywny, korony czeskiej i rubla



Źródło: Bloomberg

Wyniki 4Q2009

W czwartym kwartale 2009 roku przychody ze sprzedaży były o 1,9% wyższe r/r i osiągnęły poziom 327,8 mln PLN. Sprzedaż w segmencie płytek ceramicznych była o 24,6% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża zysku na sprzedaży brutto segmentu wyniosła 18,7% i była o 0,4pp niższa niż w 3Q2009 i 1,1 pp niższa niż w pierwszych dwóch kwartałach ubiegłego roku. Do spadku marży zysku brutto na sprzedaży przyczyniło się otwarcie nowych mocy przerobowych na Ukrainie i niepełne wykorzystanie ich mocy wytwórczych. Dodatkowo na zmniejszenie marży zysku na sprzedaży wpływała mniejsza jak w porównywanych okresach sprzedaż związana z efektem sezonowości w branży oraz niższe ceny materiałów wykończeniowych. Znacznie wyższy jak rok wcześniej poziom sprzedaży osiągnięty został w segmencie ceramiki sanitarnej. Przychody ze sprzedaży segmentu były o 70,8% wyższe jak rok wcześniej, a marża zysku brutto na sprzedaży segmentu spadła z 20,9% w 1H2009 i 20,4% w 3Q2009 do 19,2% w 4Q2009. Spadek marży, podobnie jak w przypadku segmentu płytek ceramicznych był związany z rozpoczęciem pracy nowych mocy przerobowych na Ukrainie. Niestety spadki marży zysku na sprzedaży miały miejsce przy rosnących przychodach ze sprzedaży. W segmencie artykułów około ceramicznych przychody ze sprzedaży były o 95,3% wyższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Segment wypracował niższą o 0,4pp marżę na sprzedaży względem 3Q2009 i wyższą o 3,7pp marżę na sprzedaży względem 1H2009. W sumie, we wszystkich segmentach sprawozdawczych marża zysku na sprzedaży spadła z 19,6% zanotowanych w pierwszej połowie roku do 18,9% zanotowanych w czwartym kwartale 2009.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Cersanit w 4Q2009

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
Przychody ze sprzedaży:	1 517,3	1 413,6	-6,8%	321,6	327,8	1,9%
Płytki ceramiczne	1 030,2	901,8	-12,5%	236,1	178,1	-24,6%
Ceramika sanitarna	303,5	341,6	12,5%	70,3	120,1	70,8%
Artykuły około ceramiczne	183,6	170,3	-7,3%	15,2	29,7	95,3%
EBIT	233,9	162,3	-30,6%	46,0	33,2	-27,7%
marża EBIT	22,7%	-6,8%	-	14,3%	10,1%	-
EBITDA	339,7	278,7	-18,0%	75,6	61,5	-18,6%
marża EBITDA	33,0%	-5,6%	-	23,5%	18,8%	-
Zysk netto	7,7	-10,3	-	-103,1	45,9	-

Źródło: DI BRE Banku

Zysk operacyjny w 4Q2009 wyniósł 33,2 mln PLN i był o 27,7% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża zysku operacyjnego spadła o 4,2 pp r/r. Wraz z uruchomieniem nowych mocy wytwórczych koszty sprzedaży wzrosły o 12,6% r/r, a koszty zarządu spadły o 2,1% r/r. Niższe koszty zarządu były związane ze sprzedażą spółki zależnej Nusico Holdings Limited, głównego właściciela spółki Dvarcioniu Keramika – litewskiego producenta płytek. Marża EBITDA wyniosła 18,6% i była o 4,7% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wartość EBITDA spadła znacznie mniej niż marża zysku operacyjnego, a było to związane z wyższym poziomem amortyzacji związanym z deprecjacją aktywów trwałych nowo uruchomionych mocy wytwórczych na Ukrainie.

Zysk netto w czwartym kwartale 2009 wyniósł 45,9 mln PLN wobec 103,1 mln PLN straty w analogicznym okresie roku 2008. Przychody finansowe w 4Q2009 wyniosły -2,4 mln PLN, a koszty finansowe -6,1 mln PLN. Koszty finansowe dodatkowo obciążone były poprzez straty na transakcjach pochodnych w wysokości 3,9 mln PLN.

Cały zysk za 2009 rok był obciążony przez transakcje jednorazowe w kwocie 24,6 mln PLN, w tym strata związana ze sprzedażą Dvarcioniu Keramika wyniosła 25,4 mln PLN. Strata wynikająca z ujemnej wyceny instrumentów pochodnych wyniosła 75,7 mln PLN.

Kara nałożona przez UOKIK

Na koniec roku 2009 Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów nałożył 0,9 mln PLN kary na Opoczno za ustalanie w umowach handlowych z odbiorcami hurtowymi cen płytek i gresów. Urząd regulacyjny ustalił, że Opoczno zobowiązywało swoich odbiorców hurtowych do sprzedaży produktów po cenach nie niższych niż 25% od sugerowanych. Zakwestionowane kontrakty obowiązywały od lipca 2006 do kwietnia 2007 roku, czyli przed tym jak spółka została przejęta przez Cersanit. Negatywne skutki kartelu odczuwalne były przede wszystkim przez kontrahentów dilerów, którzy nie mogli kupić produktów po cenach niższych niż ustalone. Urząd ukarał również pięciu dystrybutorów, z którymi spółka osiągała największe obroty w okresie stosowania zmyślenia cenowego. Decyzja nie jest ostateczna, a przedsiębiorcom przysługuje odwołanie do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. W oficjalnym komunikacie giełdowym Zarząd Cersanit poinformował, że zapisy umowne obowiązujące w spółce Opoczno S.A. w latach 2006 – 2007 nie miały – zdaniem Zarządu – treści

ograniczającej konkurencję z zakresie stosowanych cen sprzedaży produktów Opoczno S.A. Przeciwnie zapisy umów zmierzały do wyeliminowania nieuczciwej konkurencji, czyli sprzedaż towarów poniżej kosztów zakupu. W dniu 23 grudnia 2009 Zarząd Cersanit wniósł odwołanie od decyzji Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów w Warszawie. Naszym zdaniem nawet jeśli decyzja Sądu byłaby niekorzystna dla Spółki Cersanit, to wielkość kary nie jest znacząca.

Udział w WIG20

Atutem Cersanitu jest jego udział w indeksie WIG20. W związku z tym wielu graczy rynkowych posiadających dużą ekspozycję na spółki giełdowe i inwestorzy portfelowi inwestują w Spółkę, nie koniecznie przyjmując szczególną uwagę na jej wyniki finansowe. To sprawia, że nawet gdy koniunktura na rynku materiałów wykończeniowych nie sprzyja ich producentom, to wielu inwestorów nadal będzie zainteresowanych posiadaniem w portfelu akcji Spółki. Obecnie Spółka znajduje się na przedostatnim miejscu w tabeli z udziałem wynoszącym około 1%. Duże oferty publiczne jakie planowane są na pierwszą połowę 2010 roku z pewnością sprawią, że grono kandydatów do uzupełnienia portfela blue-chipów się powiększy. To powodować jednak będzie, że pozycja Cersanitu w WIG20 będzie zagrożona.

WiG20 udział poszczególnych spółek (%)

Spółka	Udział w indeksie
PKOBP	14,5%
PEKAO	14,4%
KGHM	13,2%
PKNORLEN	11,2%
TPSA	9,5%
PGE	5,7%
BZWBK	3,9%
ASSECOPOL	3,2%
PGNIG	3,1%
GETIN	3,0%
GTC	2,7%
CEZ	2,6%
TVN	2,4%
BRE	2,1%
PBG	2,0%
POLIMEXMS	1,9%
LOTOS	1,7%
CYFRPLSAT	1,2%
CERSANIT	1,0%
BIOTON	0,7%

Źródło: GPW

Naszym zdaniem usunięcie Cersanitu z indeksu największych spółek, będzie raczej nie możliwe podczas czerwcowej rewizji indeksu, ale jest wysoce prawdopodobne na rewizji wrześniowej. Spodziewamy się, że usunięcie Spółki z Indeksu negatywnie wpłynie na jej giełdową wycenę.

Emisja akcji

W dniu 17 września 2009 roku NWZA Cersanitu upoważniło Zarząd Spółki do podwyższenia kapitału zakładowego, w ramach kapitału docelowego. Podwyższenie kapitału zakładowego może nastąpić w drodze jednokrotnej lub wielokrotnych emisji akcji. Maksymalna liczba akcji będąca przedmiotem emisji nie może przekroczyć 28 851 200 akcji o wartości nominalnej 0,10 PLN każda. Podwyższenie kapitału może nastąpić w okresie 2 lat od dnia rejestracji przez sąd zmiany Statutu Spółki, to jest od dnia 2 października 2009 roku. Maksymalna ilość możliwych do wyemitowania akcji stanowi 20% obecnej ilości akcji.

Inwestycje Spółki

Po początku roku 2009 Zarząd Spółki podjął decyzje o zrewidowaniu planów inwestycyjnych Spółki. Zgodnie z tym czasowemu wstrzymaniu uległa realizacja projektów związanych z rozbudową mocy przerobowych spółek rosyjskich, których docelowa moc miała się zwiększyć do 13 tysięcy m². Odłożono w czasie również projekt związany z budową fabryki produktów wyposażenia łazienek w Bacau w Rumunii. W długim terminie Grupa Cersanit chce osiągnąć

łączne moce przerobowe w wysokości 100 mln m² płytek rocznie oraz 10 tys sztuk ceramiki łazienkowej rocznie.

Rozbudowa zakładów na Ukrainie (Ukraina II)

W 2009 roku Zarząd nie zrezygnował z planów rozbudowy zakładów w Czyżawce. Zakłady te zwiększyły tym samym moce produkcyjne z 7 do 12 mln m² płytek rocznie. W sumie planowano, że rozbudowa zakładów na Ukrainie pochłonie 18 mln EUR, natomiast inne inwestycje odtworzeniowe były planowane na 18 mln EUR.

Zadłużenie Spółki

Pewnym zagrożeniem dla wyników finansowych Cersanitu jest duża wielkość zadłużenia kwotowanego w obcych walutach. To sprawia, że w momencie, gdy kursy walut ulegają większym zmianom, to Spółka musi przeszacowywać wartość portfela kredytów i wówczas jeśli ten nie jest zabezpieczony wpływa on na wynik rachunku zysków i strat. Gdyby nie różnice kursowe (-25,2 mln PLN) i ujemny wynik na transakcjach forward (-75,7 mln PLN) wynik finansowy za 2009 rok byłby o 100,9 mln PLN wyższy. Spółka na koniec 2009 roku posiadała kredyty w wielkości 4,36xEBITDA.

Wrażliwość kursów walut na wartości portfela kredytów

(mln PLN)	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
EUR/PLN	3,11	3,31	3,50	3,70	3,89	4,09	4,28	4,48	4,67
Wartość kredytów (PLN)	1 125	1 148	1 170	1 192	1 215	1 237	1 259	1 282	1 304
Przeszacowanie (PLN)	89,4	67,1	44,7	22,4	0,0	-22,4	-44,7	-67,1	-89,4
Przeszacowanie (%)	7,4%	5,5%	3,7%	1,8%	0,0%	-1,8%	-3,7%	-5,5%	-7,4%
USD/PLN	2,26	2,41	2,55	2,69	2,83	2,97	3,11	3,26	3,40
Wartość kredytów (PLN)	1203	1206	1209	1212	1215	1218	1221	1224	1227
Przeszacowanie (PLN)	11,9	9,0	6,0	3,0	0,0	-3,0	-6,0	-9,0	-11,9
Przeszacowanie (%)	1,0%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-1,0%
RON/PLN	0,76	0,81	0,86	0,90	0,95	1,00	1,05	1,09	1,14
Wartość kredytów (PLN)	1 214	1 214	1 214	1 214	1 215	1 215	1 215	1 216	1 216
Przeszacowanie (PLN)	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1
Przeszacowanie (%)	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%
UAH/PLN	0,28	0,30	0,32	0,34	0,36	0,37	0,39	0,41	0,43
Wartość kredytów (PLN)	1 153	1 169	1 184	1 199	1 215	1 230	1 246	1 261	1 276
Przeszacowanie (PLN)	61,5	46,2	30,8	15,4	0,0	-15,4	-30,8	-46,2	-61,5
Przeszacowanie (%)	5,1%	3,8%	2,5%	1,3%	0,0%	-1,3%	-2,5%	-3,8%	-5,1%
EUR/PLN	3,11	3,31	3,50	3,70	3,89	4,09	4,28	4,48	4,67
UAH/PLN	0,28	0,30	0,32	0,34	0,36	0,37	0,39	0,41	0,43
Wartość kredytów (PLN)	1 078	1 115	1 153	1 191	1 229	1 266	1 304	1 342	1 380
Przeszacowanie (PLN)	151,0	113,2	75,5	37,7	0,0	-37,7	-75,5	-113,2	-151,0
Przeszacowanie (%)	12,3%	9,2%	6,1%	3,1%	0,0%	-3,1%	-6,1%	-9,2%	-12,3%

Źródło: DI BRE Banku

Przeszacowania portfela kredytów najbardziej narażone są na zmiany walut euro i hrywnej. Jest to związane z wysokim stopniem zadłużenia spółki zależnej na Ukrainie Cersanit Invest LLC. Spółka ta otrzymała kilka znaczących kredytów od Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju na rozbudowę zakładów w Czyżawce. W sumie wartość przyznanego kredytu opiewa na 100,8 mln EUR i musi zostać spłacona do 5 grudnia 2016 roku.

Prognoza wyników

Rok 2010

W roku 2010 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 1 496,3 mln PLN (+5,8% r/r). Oczekujemy, że największy wzrost sprzedaży odnotowany zostanie w segmencie ceramiki sanitarnej (+8% r/r). Oczekujemy, że segment ten będzie kontynuował wzrosty z końca 2009 roku. Spodziewamy się również, że nieznaczne odrodzenie się popytu na płytki ceramiczne na rynku krajowym, oraz większe wolumeny sprzedaży na terenie Ukrainy będą okazją do odrobienia mniejszej sprzedaży w omawianym segmencie zanotowanej w 2009 roku (w sumie w 2009 roku przychody segmentu spadły o 12,5% r/r). Na niekorzyść segmentu działać będzie umacniająca się złotówka zmniejszająca przychody eksportowe i pogarszająca przewagę konkurencyjną względem asortymentu zachodnioeuropejskiej konkurencji. W sumie szacujemy, że przychody segmentu płytek ceramicznych sięgnąć mogą 946,9 mln PLN (+5% r/r), czyli nieco mniej niż miało to miejsce w roku 2007. W przypadku segmentu artykułów około ceramicznych spodziewamy się 6% r/r wzrostu przychodów ze sprzedaży wobec 7,3% r/r spadku w roku 2009. W naszej prognozie dla wszystkich segmentów zakładamy, że wojna cenowa jaka miała miejsce w pierwszej połowie roku 2009 nie powtórzy się już w roku 2010. Spodziewamy się wciąż wysokiej konkurencji w branży i znacznie stabilniejszych cen sprzedawanych produktów. Nie oczekujemy natomiast aby w przyszłości Spółce udało się osiągnąć takie poziomy rentowności zysku brutto ze sprzedaży jak miało to miejsce w roku 2007 (43,3%). Spodziewamy się że koszty sprzedaży będą rosły wolniej niż przychody ze sprzedaży (2,9% r/r), a koszty ogólnego zarządu będą niższe o 1,0% r/r w związku ze sprzedażą spółki zależnej Dvarcioniu Keramika. Spodziewamy się wyniku operacyjnego na poziomie 202,5 mln PLN i zysku netto w wysokości 129,4 mln PLN. W naszej analizie uwzględniamy potencjalnych zyski wynikające z przeszacowania portfela kredytów w pierwszym kwartale na skutek umacniania się walut krajów w których spółki zależne Cersanitu zaciągnęły zobowiązania. W sumie kwotę przeszacowania portfela kredytów, jakiej spodziewamy się w pierwszym kwartale szacujemy na 30,9 mln PLN.

1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku spodziewamy się przychodów ze sprzedaży na poziomie 290,3 mln PLN (-4,3% r/r). Oczekujemy dodatniej dynamiki w segmentach ceramiki sanitarnej i artykułów około ceramicznych oraz ujemnej dynamiki w segmencie płytek ceramicznych. Naszym zdaniem niesprzyjające warunki pogodowe przyczyniły się do odłożenia w czasie decyzji dotyczącej remontów i modernizacji powierzchni mieszkalnej. Wciąż również na rynku obserwowana była znacząca konkurencja pomiędzy producentami płytek, co wywierało nacisk na cenę i niskie realizowane marże. W pierwszym kwartale 2010 roku oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 29,0 mln PLN i wartości EBITDA na poziomie 58,0 mln PLN. Spodziewamy się również, że na zysk brutto i zysk netto wpływ będzie miała wartość przeszacowania kredytów i pożyczek w związku ze zmianami kursów walutowych, w jakich Spółka posiada zadłużenie. Na przestrzeni pierwszego kwartału kurs EUR/PLN spadł o 5,8%, RON/PLN spadł o 2,6%, USD/PLN spadł o 0,04%, EUR/RON spadł o 3,3%, EUR/UAH spadł o 7,3%, a UAH/PLN spadł o 1,8%. Szacujemy, że przeszacowanie portfela kredytów może pozytywnie wpłynąć na rachunek zysków i strat w kwocie 30,9 mln PLN. Oczekujemy że zysk netto 1Q2009 może wynieść 38,0 mln PLN. Gdyby nie przeszacowanie portfela kredytów szacowana przez nas wartość zysku netto za pierwszy kwartał 2010 wyniosłaby 7,0 mln PLN.

Prognoza DI BRE na 1Q2009

(mln PLN)	1Q10P	różnica	1Q09	2010P	zmiana	2009
Przychody	290,3	-4,3%	303,2	1 496,3	5,8%	1 413,6
EBITDA	58,0	-4,1%	60,5	318,7	14,3%	278,7
marża	20,0%	-	20,0%	21,3%	-	19,7%
EBIT	29,0	-3,7%	30,1	202,5	24,8%	162,3
Zysk brutto	39,7	-	-51,4	152,5	-	-11,7
Zysk netto	38,0	-	-48,3	129,4	-	-10,3

Źródło: DI BRE Banku

Wycena

Wartość Spółki Cersanit szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 13,63 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	12,69
Wycena DCF (PLN)	50%	12,61
	cena wynikowa	12,65
	cena docelowa za 9 m-cy	13,63

W wycenie przyjmujemy 50% wagę dla analizy porównawczej i 50% dla wyceny DCF.

Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/ EBITDA 2009P	EV/ EBITDA 2010P	EV/ EBITDA 2011P	EV/ EBITDA 2012P
CERAMIC INDUSTRIES LTD	RPA	13,8	12,8	11,4	9,5	-	24,4	16,9	12,0
CERAMIKA NOWA GALA SA	Polska	13,9	11,8	8,8	8,6	7,0	6,4	5,6	5,8
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Tajlandia	15,6	13,2	11,9	11,1	8,7	7,4	6,8	6,5
EL EZZ CERAMICS & PORCELAIN	Egipt	116,6	583,0	48,6	34,3	7,5	10,5	6,4	6,4
GWA INTERNATIONAL LTD	Australia	18,7	17,8	14,6	12,8	11,2	10,3	8,8	7,9
HONG LEONG INDUSTRIES BHD	Malezja	20,3	7,8	7,0	-	-	-	-	-
HSIL LTD	Indie	-	10,9	8,9	-	-	6,5	5,6	-
IMERYSA	Francja	26,5	17,7	13,8	11,2	10,6	8,8	7,7	6,8
ITALTILE LTD	RPA	-	12,8	11,9	10,7	-	8,1	7,6	6,8
NORCROS PLC	W. Brytania	3,3	-	-	7,4	6,9	34,4	28,7	-
PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	Włochy	-	37,0	12,9	6,9	8,3	6,3	5,0	3,8
SHANGHAI CIMIC TILE CO -A	Chiny	-	117,7	86,3	76,2	-	-	-	-
SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	Tajlandia	17,6	15,5	13,2	12,2	11,1	9,5	8,5	8,2
Maksimum		116,6	583,0	86,3	76,2	11,2	34,4	28,7	12,0
Minimum		3,3	7,8	7,0	6,9	6,9	6,3	5,0	3,8
Mediana		17,6	14,4	12,4	11,1	8,5	8,8	7,6	6,8
Cersanit		-224,1	23,5	16,5	13,2	12,3	10,5	8,9	7,8
Premia (dyskonto)			38,9%	24,8%	16,1%		23,8%	21,1%	18,0%
Implikowana wycena									
Mediana		17,6	14,4	12,4	11,1	8,5	8,8	7,6	6,8
Dyskonto			0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika					50%				50%
Waga roku			10%	40%	50%		10%	40%	50%
Wartość firmy na jedną akcję		12,69							

W analizie porównawczej wskaźnik P/E dla Cersanitu w 2010 roku nie uwzględnia kwoty 30,9 mln PLN wynikającej ze spodziewanego przez nas przeszacowania portfela kredytów i pożyczek w związku ze zmianami kursów walut, w jakich Spółka posiada zaciągnięte zobowiązania.

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji to Ceramic Industries, Ceramika Nowa Gala, Dynasty Ceramic, El Ezz Ceramics & Porcelain, GWA International, Hong Leong Industries, Hsil, Imerys, Italtile, Norkros, Panariagroup Industrie, Shanghai Cimic Tile, Siam City Cement. Ceramic Industries jest producentem płytek ceramicznych i wyposażenia łazienek. Oferowane płytki nadają się zarówno do wykładania na podłogach i ścianach. Ceramika Nowa Gala to jeden z krajowych konkurentów w branży płytek ceramicznych. Dynasty Ceramic jest producentem ceramicznych płytek do wykładania na ścianach i podłogach zarówno wewnątrz budynków jak i na zewnątrz. El Ezz Ceramics & Porcelain jest producentem płytek ceramicznych i porcelanowych przeznaczonych dla budownictwa. GWA

International jest producentem mebli łazienkowych, wykończeń sanitarnych i ceramiki sanitarnych. Spółka działa na całym świecie. Hong Leong Industries jest producentem i dystrybutorem płytek ceramicznych. Oprócz tego działa również w innych dziedzinach jak motoryzacja czy elektronika. Hsil zajmuje się produkcją wyposażenia łazienek i kuchni. Uzupelnieniem oferty są różnego rodzaju wyroby szklane. Imerys jest producentem i sprzedawcą materiałów budowlanych. Istotną częścią sprzedaży są materiały mineralne, w tym również płytki ceramiczne. Italtile sprzedaje płytki ceramiczne, akcesoria łazienkowe i meble sanitarne. Norkros wytwarza płytki ceramiczne i natryski. Spółka działa na terenie Wielkiej Brytanii, RPA i Australii. Panariagroup Industrie zajmuje się produkcją płytek ceramicznych zarówno ściennych i podłogowych. Spółkę charakteryzuje bardzo szeroka oferta. Shanghai Cimic Tile wytwarza płytki ceramiczne i porcelanowe. Siam City Cement jest znanym tajlandzkim producentem cementu. Spółka produkuje również wyposażenie łazienkowe oraz płytki ceramiczne.

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Wskaźnik ceny do zysku Spółki Cersanit jest wyższy niż u konkurentów z branży we wszystkich badanych latach. Również wskaźnik wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację dla Spółki Cersanit jest wyższy niż u konkurentów z branży we wszystkich analizowanych latach.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,5% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka będzie w okresie prognozy wypłacała dywidendy akcjonariuszom. Zakładamy, że pierwsza wypłata dywidendy będzie miała miejsce z zysku za 2011 rok.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2009.
- Przyszłe przepływy finansowe dyskontujemy na początek kwietnia 2010.
- Zakładamy, że Spółka do końca roku 2015 spłaci 445,1 mln PLN zadłużenia odsetkowego.
- W roku 2010 zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 163,1 mln PLN w związku z planowanymi nakładami inwestycyjnymi, jakie nie zostały zrealizowane w roku 2009.
- W wycenie uwzględniamy kwotę 30,9 mln PLN wynikającą z przeszacowania portfela kredytów i pożyczek w 1Q2010, na skutek zmian kursów walut.

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Przychody ze sprzedaży	1 496,3	1 605,1	1 688,8	1 752,3	1 810,5	1 862,7	1 907,0	1 947,6	1 986,5	2 026,3
zmiana	5,8%	7,3%	5,2%	3,8%	3,3%	2,9%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%
EBITDA	318,7	366,9	405,1	425,1	443,1	459,5	473,7	486,8	499,5	489,5
marża EBITDA	21,3%	22,9%	24,0%	24,3%	24,5%	24,7%	24,8%	25,0%	25,1%	24,2%
Amortyzacja	116,1	119,7	121,3	122,2	123,1	124,0	124,9	125,8	126,7	127,6
EBIT	202,5	247,3	283,8	302,9	320,1	335,6	348,8	361,0	372,8	361,9
marża EBIT	13,5%	15,4%	16,8%	17,3%	17,7%	18,0%	18,3%	18,5%	18,8%	17,9%
Opodatkowane EBIT	38,5	47,0	53,9	57,5	60,8	63,8	66,3	68,6	70,8	68,8
NOPLAT	164,0	200,3	229,8	245,3	259,2	271,8	282,5	292,4	301,9	293,2
CAPEX	-163,1	-141,6	-133,1	-134,0	-135,0	-136,0	-137,0	-138,0	-139,0	-127,6
Kapitał obrotowy	-12,9	-27,8	-20,8	-15,4	-13,9	-12,3	-10,4	-9,4	-8,9	-9,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	104,2	150,6	197,3	218,0	233,4	247,4	260,0	270,8	280,7	284,1
WACC	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
współczynnik dyskonta	0,90	0,82	0,75	0,69	0,63	0,57	0,52	0,48	0,44	0,40
PV FCF	93,7	124,1	148,7	150,2	146,8	141,9	136,3	129,6	122,7	113,4

WACC	8,9%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
Koszt długu	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	31,0%	29,1%	27,1%	25,7%	24,2%	22,8%	22,5%	22,2%	21,8%	21,6%
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

3 855,0

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

1 685,2

0,0% 1,0% 2,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

1 279,1

WACC +1,0pp 8,80 9,68 10,76 13,96 16,46

Wartość firmy (EV)

2 964,3

WACC +0,5pp 9,79 10,81 12,08 15,94 19,05

Dług netto

1 145,8

WACC 10,90 12,08 **13,59** 18,28 22,23

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 12,13 13,52 15,31 21,10 26,23

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

WACC 1,0PP 13,52 15,15 17,31 24,56 31,42

Wartość firmy

1 818,5

Liczba akcji (mln)

144,3

Wartość firmy na akcję (PLN)
12,61

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,8%

Cena docelowa
13,59

EV/EBITDA dla ceny docelowej

9,7

P/E ('10) dla ceny docelowej

15,1

Udział TV w EV

56,9%

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	1 455,2	1 517,3	1 413,6	1 496,3	1 605,1	1 688,8	1 752,3	1 810,5	1 862,7
zmiana	91,4%	4,3%	-6,8%	5,8%	7,3%	5,2%	3,8%	3,3%	2,9%
Płytki ceramiczne	985,5	1 030,2	901,8	946,9	1 022,6	1 084,0	1 127,3	1 166,8	1 201,8
Ceramika sanitarna	300,3	303,5	341,6	368,9	394,7	410,5	424,9	437,6	448,6
Artykuły około ceramiczne	169,5	183,6	170,3	180,5	187,7	194,3	200,1	206,1	212,3
Koszty wytworzenia	825,1	872,8	848,0	890,3	942,2	979,5	1 016,3	1 050,1	1 080,3
Koszty zarządu	122,1	112,4	104,3	103,3	107,1	109,8	111,9	113,8	115,4
Koszty sprzedaży	268,3	305,1	291,6	300,2	311,1	319,2	325,2	330,6	335,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-7,7	6,8	-7,4	0,0	2,5	3,5	4,0	4,0	4,0
EBIT	232,1	233,9	162,3	202,5	247,3	283,8	302,9	320,1	335,6
zmiana	35,1%	0,8%	-30,6%	24,8%	22,1%	14,8%	6,7%	5,7%	4,8%
marża EBIT	15,9%	15,4%	11,5%	13,5%	15,4%	16,8%	17,3%	17,7%	18,0%
Wynik na działalności finansowej	-67,1	-204,3	-149,4	-50,1	-74,6	-67,5	-62,1	-58,1	-54,3
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	164,9	29,6	-11,7	152,5	172,7	216,3	240,8	262,0	281,3
Podatek dochodowy	25,9	24,3	-1,0	23,1	32,8	41,1	45,7	49,8	53,4
Udziałowcy mniejszościowi	18,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	121,1	7,7	-10,3	129,4	139,9	175,2	195,0	212,2	227,9
zmiana	-17,3%	-93,6%	233,9%	1354,0%	8,1%	25,3%	11,3%	8,8%	7,4%
marża	8,3%	0,5%	-0,7%	8,6%	8,7%	10,4%	11,1%	11,7%	12,2%
Amortyzacja	92,5	105,8	116,4	116,1	119,7	121,3	122,2	123,1	124,0
EBITDA	324,6	339,7	278,7	318,7	366,9	405,1	425,1	443,1	459,5
zmiana	51,4%	4,7%	-18,0%	14,3%	15,1%	10,4%	4,9%	4,3%	3,7%
marża EBITDA	22,3%	22,4%	19,7%	21,3%	22,9%	24,0%	24,3%	24,5%	24,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	132,9	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3
EPS	0,9	0,1	-0,1	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6
CEPS	1,6	0,8	0,7	1,7	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4
ROAE	14,4%	0,7%	-1,0%	10,8%	10,5%	12,0%	12,6%	13,0%	13,3%
ROAA	4,9%	0,2%	-0,4%	4,8%	5,1%	6,3%	7,0%	7,5%	7,9%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
AKTYWA	2 477,0	3 286,1	2 646,8	2 705,4	2 736,1	2 761,6	2 806,1	2 845,6	2 878,5
Majątek trwały	1 363,0	1 628,0	1 589,6	1 636,6	1 658,5	1 670,3	1 682,1	1 694,1	1 706,1
Wartość niematerialne i prawne	283,8	396,6	384,0	385,9	387,9	389,8	391,8	393,7	395,7
Rzeczowe aktywa trwałe	1 061,0	1 205,4	1 164,5	1 209,5	1 229,5	1 239,3	1 249,2	1 259,2	1 269,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	4,1	6,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Długoterminowe RM	14,1	19,9	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7
Majątek obrotowy	1 114,0	1 658,2	1 057,2	1 068,8	1 077,6	1 091,3	1 123,9	1 151,5	1 172,4
Zapasy	269,9	413,7	399,1	406,9	421,7	432,7	440,9	448,2	454,6
Należności krótkoterminowe	443,0	516,5	516,9	526,9	546,1	560,3	570,9	580,4	588,7
Inwestycje krótkoterminowe	1,9	1,8	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Środki pieniężne	388,9	716,8	107,3	99,4	72,0	58,7	71,3	80,8	85,8
Krótkoterminowe RM	10,4	9,4	29,6	31,3	33,6	35,3	36,7	37,9	39,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
PASYWA	2 477,0	3 286,1	2 646,8	2 705,4	2 736,1	2 761,6	2 806,1	2 845,6	2 878,5
Kapitał własny	842,6	1 036,5	1 066,3	1 195,7	1 335,5	1 454,8	1 544,7	1 630,1	1 709,4
Kapitał akcyjny	13,3	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Kapitał zapasowy	672,7	1 112,7	1 262,5	1 262,5	1 262,5	1 262,5	1 262,5	1 262,5	1 262,5
Zysk z lat ubiegłych	68,2	-5,9	-147,8	-18,5	121,4	240,6	330,6	416,0	495,3
Udziały mniejszości	160,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	514,0	1 172,6	946,5	869,1	800,0	700,0	650,0	600,0	550,0
Dług	506,2	1 172,6	946,5	869,1	800,0	700,0	650,0	600,0	550,0
Zobowiązania krótkoterminowe	924,4	1 058,1	610,3	616,9	576,8	583,0	587,6	591,7	595,2
Zobowiązania handlowe	317,8	368,0	341,7	348,4	356,8	363,0	367,6	371,7	375,2
Dług	606,6	690,1	268,5	268,5	220,0	220,0	220,0	220,0	220,0
Rezerwy na zobowiązania	34,8	16,2	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Pozostałe	1,1	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dług	1 112,8	1 862,7	1 215,1	1 137,6	1 020,0	920,0	870,0	820,0	770,0
Dług netto	723,9	1 145,8	1 107,7	1 038,2	948,0	861,3	798,7	739,2	684,2
(Dług netto / Kapitał własny)	85,9%	110,6%	103,9%	86,8%	71,0%	59,2%	51,7%	45,3%	40,0%
(Dług netto / EBITDA)	2,2	3,4	4,0	3,3	2,6	2,1	1,9	1,7	1,5
BVPS	6,3	7,2	7,4	8,3	9,3	10,1	10,7	11,3	11,9



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przepływy operacyjne	173,8	99,1	158,8	282,7	306,4	343,2	363,9	379,4	393,8
Zysk netto	121,1	7,7	-10,3	129,4	139,9	175,2	195,0	212,2	227,9
Amortyzacja	92,5	105,8	116,4	116,1	119,7	121,3	122,2	123,1	124,0
Odsetki i udziały w zyskach	39,1	51,2	61,3	81,0	74,6	67,5	62,1	58,1	54,3
Kapitał obrotowy	-75,5	-105,9	-57,0	-12,9	-27,8	-20,8	-15,4	-13,9	-12,3
Pozostałe	-3,4	40,4	48,3	-30,9	0,0	0,0	0,0	-0,0	-0,0
Przepływy inwestycyjne	-619,45	-318,73	-120,71	-163,06	-141,59	-133,08	-134,05	-135,03	-136,01
CAPEX	-310,97	-66,62	-120,96	-163,06	-141,59	-133,08	-134,05	-135,03	-136,01
Inwestycje kapitałowe	-569,52	-250,19	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	415,8	515,6	-647,6	-127,5	-192,2	-223,4	-217,2	-234,9	-252,8
Dług	342,0	381,7	-647,6	-127,5	-192,2	-167,5	-112,1	-108,1	-104,3
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-55,9	-105,1	-126,8	-148,5
Pozostałe	73,7	133,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-29,9	295,9	-609,5	-7,9	-27,4	-13,3	12,6	9,5	5,0
Środki pieniężne na koniec okresu	388,9	716,8	107,3	99,4	72,0	58,7	71,3	80,8	85,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	0,9	1,0
FCF	-106,0	-24,8	86,8	104,2	150,6	197,3	218,0	233,4	247,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-21,4%	-4,4%	-8,6%	-10,9%	-8,8%	-7,9%	-7,6%	-7,5%	-7,3%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
P/E	17,6	300,1	-224,1	17,9	16,5	13,2	11,9	10,9	10,1
P/CE	10,0	20,4	21,8	9,4	8,9	7,8	7,3	6,9	6,6
P/BV	2,5	2,2	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
P/S	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
FCF/EV	-3,7%	-0,7%	2,5%	3,1%	4,6%	6,2%	7,0%	7,6%	8,3%
EV/EBITDA	8,8	10,2	12,3	10,5	8,9	7,8	7,3	6,9	6,5
EV/EBIT	12,3	14,8	21,1	16,5	13,2	11,2	10,3	9,5	8,9
EV/S	2,0	2,3	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	4,5%	5,5%	6,4%
Cena (PLN)	16,03	16,03	16,03	16,03	16,03	16,03	16,03	16,03	16,03
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	132,9	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3
MC (mln PLN)	2 131,1	2 312,5	2 312,4	2 312,4	2 312,4	2 312,4	2 312,4	2 312,4	2 312,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	160,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 695,0	3 456,0	3 420,2	3 350,6	3 260,5	3 173,8	3 111,1	3 051,6	2 996,7



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

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

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Cersanit