

środa, 26 listopada 2014 | aktualizacja raportu

Rovese: sprzedaż (obniżona)

RSE PW; RSE.WA | Materiały budowlane, Polska

Szansa na wyjście ze złej inwestycji

W ostatnich 5-ciu latach Grupa Rovese pozyskała z rynku 917,2 mln PLN w formie emisji akcji, generując jedynie +46,7 mln PLN wolnego przepływu gotówki (free cash flow). Dodatkowo, w tym samym okresie łączna wartość EBITDA Grupy spadła o 16,5% (mimo nabycia w 2013 roku aktywów od głównego akcjonariusza), a rentowność EBITDA obniżyła się łącznie o 6,6 p.p. W pięcioletniej historii tworzenia prognoz dla Grupy Rovese tylko raz (w 2Q'11) Spółka zaraportowała rezultaty lepsze niż oczekiwaliśmy. W przeważającej mierze (14 na 19 kwartałów) wyniki okazywały się gorsze niż zakładaliśmy. W sumie przy bieżącej kapitalizacji wskaźnik P/BV bez uwzględnienia zysków z przejęcia wynosi 0,97x. Jedynym argumentem, dla którego według nas wartość Grupy Rovese mogłaby być wyższa niż obecna kapitalizacja jest jej wartość odtworzeniowa (4,1 mld PLN vs. bieżąca kapitalizacja 1,1 mld PLN). Niestety jednak trudne bieżące otoczenie makroekonomiczne (nadpodaż mocy produkcyjnych, dekonjunktura na kluczowych rynkach eksportowych) sprawia, że argumentów za budową takiego parku maszynowego zdecydowanie brakuje. Nasza 9-cio miesięczna cena docelowa dla Grupy Rovese jest o 3,6% niższa niż zaproponowana przez Michała Sołowowa cena wezwania, dlatego pozytywnie odpowiedzilibyśmy na ofertę odkupu akcji Rovese.

Wezwanie na akcje

Michał Sołowow i FTF Galleon ogłosiły wzywanie na sprzedaż 339,2 mln akcji Rovese, czyli 41,8% akcji znajdujących się w obrocie po cenie 1,42 PLN za akcję (za 478 mln PLN).

Wezwanie zostanie przeprowadzone w trzech fazach. W I fazie rozpoczęcie przyjmowania zapisów nastąpi 3 grudnia, a zakończenie 8 grudnia. W II fazie przyjmowanie zapisów będzie trwać od 9 do 15 grudnia, a w III fazie od 16 grudnia 2014 roku do 8 stycznia 2015 roku.

W wyniku wezwania wzywający zamierzają osiągnąć łącznie 100% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Wezwanie jest bezwarunkowe. Po przeprowadzeniu wezwania, wzywający złożą wniosek o zniesienie dematerializacji akcji spółki oraz wycofania ich z obrotu.

Jedyny argument za wyższą ceną to wartość odtworzeniowa

Obecnie, po przejęciu aktywów produkcyjnych od głównego akcjonariusza, Rovese dysponuje mocami wytwórczymi w zakresie płytek ceramicznych na poziomie 77,7 mln m² płytek rocznie oraz 8,5 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie. Zakładając koszt budowy mocy 1 m² płytek ceramicznych na poziomie 6 EUR oraz ceramiki sanitarnej 30 EUR za 1 sztukę rocznie łączny koszt budowy analogicznego do Rovese potencjału wyniosłby 3,0 mld PLN. Zakładając koszty rozruchu, koszty finansowe, konieczny kapitał obrotowy, wartości marek i 10% premii za gotowość projektu, wówczas wartość EV wyniosłaby 4,8 mld PLN (wartość potencjalnej kapitalizacji 4,1 mld PLN). Tak liczona wartość odtworzenia potencjału produkcyjnego Rovese byłaby 3,6x razy wyższa niż bieżąca kapitalizacja Spółki.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	1 669,0	1 870,5	1 770,2	1 835,3	1 923,8
EBITDA	162,3	213,9	247,2	259,0	276,7
marża EBITDA	9,7%	11,4%	14,0%	14,1%	14,4%
EBIT	18,2	37,4	77,7	92,5	116,2
Zysk netto	-62,8	-64,4	-168,3	54,5	76,8
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%
P/E	-	-	-	21,0	14,9
P/CE	14,1	10,2	887,9	5,2	4,8
P/BV	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	8,2	8,6	7,1	6,4	5,6

Cena bieżąca	1,41 PLN
Cena docelowa	1,37 PLN
Kapitalizacja	1,1 mld PLN
Free float	0,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,76 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow	65,99%
ING PTE	14,55%
Pozostali	19,46%

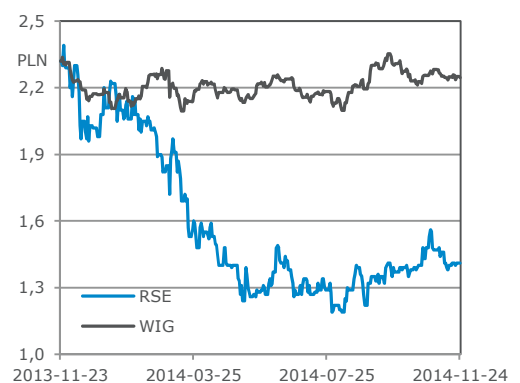
Strategia dotycząca sektora

Na rynku krajowym od około dwóch lat ma miejsce duża zmiana udziałów, gdzie przegranym okazuje się być dotychczasowy lider – Rovese. Ze względu na duże osłabienie RUB i UAH, strategiczny dla polskich producentów płytek ceramicznych rynek wschodni będzie w 2014 roku prawdopodobnie bardziej wymagający niż w poprzednim. Jako że około połowa eksportu trafia na rynki wschodnie, również na rynku krajowym producentom będzie ciężko realizować podwyżki cen.

Profil spółki

Przedmiotem działalności Spółki jest produkcja i dystrybucja wyrobów wykorzystywanych do wykańczania i wyposażania 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 i Rosji i na Ukrainie.

Kurs akcji RSE na tle WIG



Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Wyniki 3Q'14

W 3Q'14 łączne przychody ze sprzedaży Grupy Rovese wyniosły 532,2 mln PLN i były o 7,3% wyższe od naszych prognoz oraz o 3,6% wyższe od konsensusu (-5,3% r/r). Obroty segmentu płytek ceramicznych były o 7,9% wyższe od naszych prognoz oraz o 7,7% r/r niższe, ceramiki sanitarnej były o 8,0% wyższe niż oczekiwaliśmy oraz 0,9% r/r wyższe, a segmentu artykułów około ceramicznych były o 1,9% wyższe od naszych prognoz oraz 3,9% r/r niższe.

Realizacja prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Rovese w 3Q'14 (mln PLN)

(mln PLN)	3Q'14	3Q'13	zmiana	3Q'14P	zmiana
Przychody	523,2	552,7	-5,3%	487,4	7,3%
EBITDA	78,6	81,0	-3,0%	78,6	0,0%
marża	15,0%	14,7%		16,1%	
EBIT	39,2	41,3	-4,9%	35,1	11,7%
Zysk brutto	28,6	-12,7	-	23,3	22,9%
Zysk netto	26,3	-11,7	-	18,7	40,1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Marża brutto ze sprzedaży nadal w 3Q'14 utrzymywała się na niskim poziomie (31,8% vs. oczekiwane 32,5% oraz 31,7% w 3Q'13). Sam wynik brutto ze sprzedaży ze względu na nieznacznie wyższe obroty był o 5,0% wyższy niż oczekiwaliśmy oraz 4,9% r/r niższy. Koszty sprzedaży i zarządu były w 3Q'14 o 28,0% wyższe niż oczekiwaliśmy oraz o 9,8% r/r niższe. Wpływ pozostałej działalności operacyjnej był nieznaczny i wyniósł -0,4 mln PLN.

Realizacja prognoz rynkowych dla Grupy Rovese w 3Q'14 (mln PLN)

(mln PLN)	3Q'14	3Q'13	zmiana	konsensus	zmiana
Przychody	523,2	552,7	-5,3%	504,8	3,6%
EBITDA	78,6	81,0	-3,0%	82,3	-4,5%
marża	15,0%	14,7%			
EBIT	39,2	41,3	-4,9%	36,8	6,6%
Zysk brutto	28,6	-12,7	-	bd.	bd.
Zysk netto	26,3	-11,7	-	11,0	138,7%

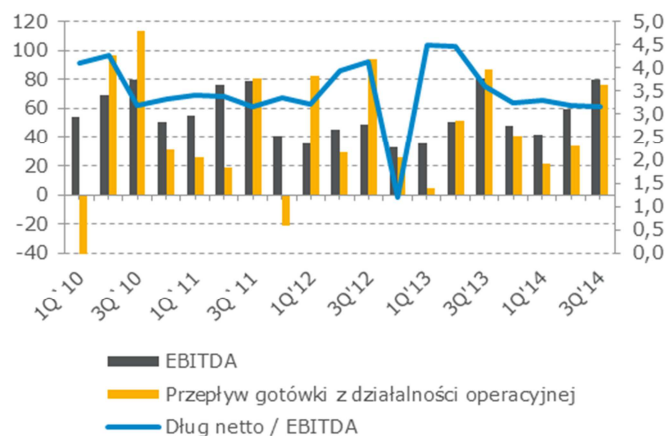
Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Wynik EBITDA Grupy w 3Q'14 sięgnął 78,6 mln PLN i był zgodny z naszymi szacunkami oraz o 4,5% niższy od konsensusu. Niższa okazała się amortyzacja (nasze szacunki 43,5 mln PLN, konsensus 45,5 mln PLN oraz realny wynik 39,4 mln PLN), dzięki czemu wynik na poziomie operacyjnym był wyższy od naszych prognoz i konsensusu.

Wpływ różnic kursowych (przeszacowanie portfela kredytów w walutach obcych) na wynik 3Q'14 wyniósł +2,2 mln PLN (pozytywne różnice kursowe) vs. nasze oczekiwania -3,2 mln PLN (negatywne różnice kursowe). W efekcie wynik brutto był o 22,9% wyższy od naszych oczekiwań. Wynikom towarzyszyła również niska stopa podatkowa (CIT 8,1%), co spowodowało, że wynik netto był o 40,1% wyższy od naszych szacunków.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 3Q'14 wyniósł +76,5 mln PLN (vs. +86,9 mln PLN w 3Q'13). Dług netto na koniec 3Q'14 wyniósł 720,9 mln PLN (3,2x EBITDA'12m).

Wartość generowanej EBITDA (mln PLN; LS), przepływu gotówki z działalności operacyjnej (mln PLN; LS) oraz wskaźnika długu netto do EBITDA (PS) w Grupie Rovese latach 2010-2014

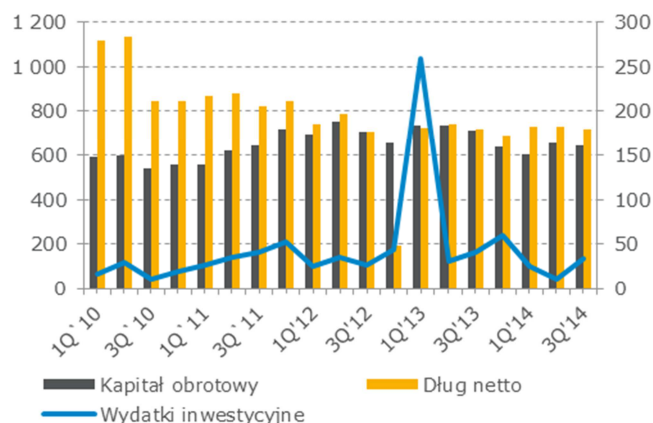


Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Wyniki Grupy Rovese za 3Q'14 oceniamy neutralnie. Po odjęciu czynników jednorazowych nie odbiegają one od naszych i rynkowych prognoz.

W ostatnich pięciu latach (od początku 2009 roku) dług netto Grupy Rovese wprawdzie spadł o 389,2 mln PLN, ale w tym samym czasie Spółka pozyskała z rynku 917,2 mln PLN gotówki netto w formie emisji akcji. Inwestycje w aktywa trwałe wyniosły w tym okresie 825,5 mln PLN, a przepływy gotówki z działalności operacyjnej sięgnęły 850,9 mln PLN. Wolny przepływ gotówki (free cash flow) w tym samym czasie wyniósł w Grupie Rovese jedynie +46,7 mln PLN.

Wartość kapitału obrotowego (LS), długu netto (LS) oraz wydatków inwestycyjnych (PS) w Grupie Rovese w latach 2010-2014 (mln PLN)

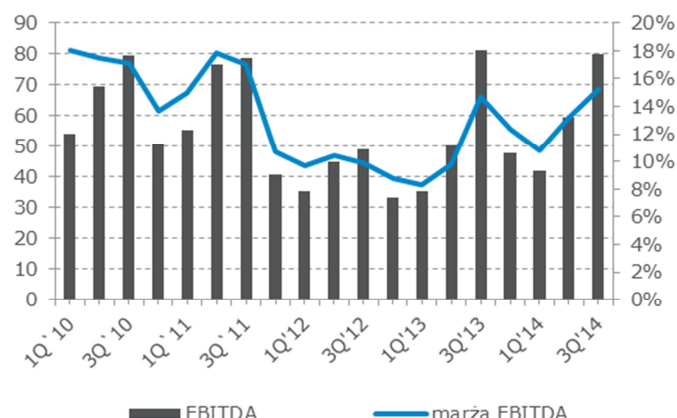


Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Na przestrzeni pięciu ostatnich lat wielkość kapitału obrotowego wzrosła o 131,9 mln PLN, głównie za sprawą wzrostu poziomu zapasów o 174,5 mln PLN.

Dobrą naszym zdaniem tendencją jest wyraźne zrównoważenie poziomu środków zamrożonych w kapitale obrotowym oraz długu netto od końca 2011 roku. Złą informacją jest natomiast fakt, że nastąpiło to za sprawą emisji akcji w 2010 i 2011 roku, oraz faktu, że w 2014 roku znów kapitał obrotowy nieznacznie zaczął przewyższać zadłużenie netto.

Wartość EBITDA (mln PLN) oraz marża EBITDA (%) Grupy Rovese w latach 2010-2013



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Na przestrzeni pięciu ostatnich lat łączna wartość EBITDA Grupy spadła o 16,5%, mimo że w 2013 roku Grupę uzupełniły aktywa nabyte od głównego akcjonariusza. W tym samym okresie rentowność EBITDA obniżyła się łącznie o 6,6 p.p. do 13,4% w 1-3Q'14.

Dotychczasowy performance

W pięcioletniej historii tworzenia prognoz dla Grupy Rovese tylko raz (w 2Q'11) Spółka zaraportowała rezultaty lepsze niż oczekiwaliśmy. W przeważającej mierze (14 na 19 kwartałów) wyniki Grupy Rovese okazywały się gorsze niż oczekiwaliśmy tego w prognozach.

Wyniki Grupy Rovese na tle oczekiwań DM mBanku

Kwartał	Wynik vs. oczekiwania DM mBanku
1Q'10	-
2Q'10	-
3Q'10	-
4Q'10	-
1Q'11	-
2Q'11	+
3Q'11	-
4Q'11	-
1Q'12	-
2Q'12	-
3Q'12	-
4Q'12	-
1Q'13	-
2Q'13	-
3Q'13	0
4Q'13	-
1Q'14	0
2Q'14	0
3Q'14	0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Od 2008 roku Rovese trzy lata pod rząd podwyższało kapitały i przeprowadzało „tanią emisję” na giełdzie (w 2010 roku po 2,1 PLN; w 2011 roku po 3,5 PLN i w 2012 roku po 1,07 PLN). Gdybyśmy od bieżącej kapitalizacji odjęli środki, jakie w danym momencie Rovese uzyskiwało w emisji od inwestorów okazałoby się, że kapitalizacja Spółki spadłaby z 4,4 mld PLN na początku 2008 roku do nieco ponad 0,2 mld PLN obecnie.

Brak efektów kolejnych zapowiadanych restrukturyzacji, połączony z wynikami odbiegającymi od rynkowych oczekiwań spowodował, że kurs akcji Rovese bez uwzględnienia kolejnych emisji akcji wyniósłby obecnie

1,56 PLN wobec ponad 30 PLN na początku 2008 roku.

Kapitalizacja Grupy Rovese z i bez uwzględnienia emisji akcji w latach 2008-2014



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Cena akcji Rovese bez uwzględnienia kolejnych emisji akcji na tle indeksu WIG w latach 2009-2014



Źródło: Dom Maklerski mBanku

W czym tkwi problem?

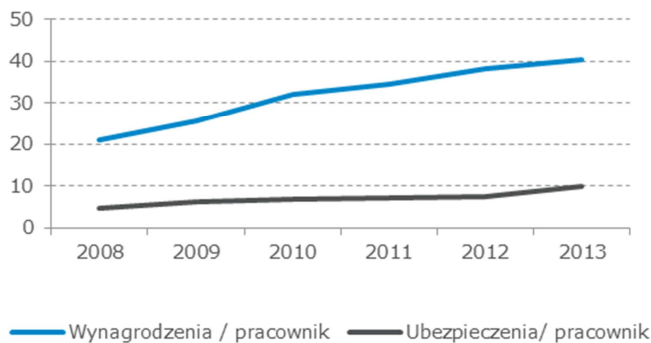
Głównym problemem odpowiadającym za spadek rentowności Grupy jest naszym zdaniem rosnący jednostkowy koszt wynagrodzenia pracowników oraz jednostkowy koszt zużycia materiałów i energii przy stałych cenach produktów. Jedynymi zauważalnymi pozytywnymi czynnikami są spadające zatrudnienie oraz ograniczenie jednostkowych kosztów usług obcych (transport i logistyka).

Łączna wartość wynagrodzeń na pojedynczego pracownika w Grupie Rovese w ostatnich sześciu latach wzrosła o 93,2% do kwoty 3,37 tys. PLN miesięcznie w 2013 roku. W tym samym czasie wartość ubezpieczeń społecznych na pracownika wzrosła o 110% i sięgnęła 0,84 tys. PLN miesięcznie w 2013 roku.

W ostatnich sześciu latach w Grupie Rovese istotnie zmniejszono wielkość zatrudnienia (o 24,3%, do poziomu 7035 osób i 5844 osób przed nabyciem aktywów od głównego akcjonariusza). W tym samym czasie wielkość sprzedaży wzrosła 23,3%, a wolumen sprzedaży płytek o 21,1%.

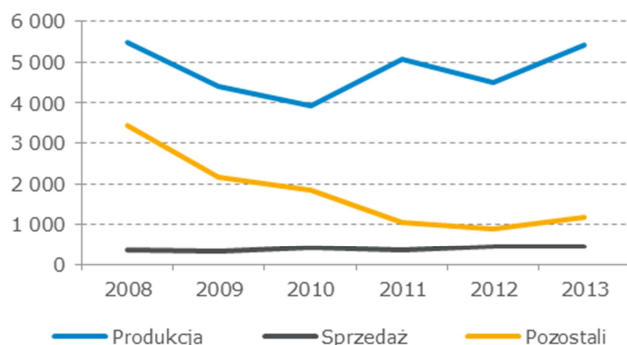
Najbardziej spadła ilość osób zatrudnionych w kategorii pozostałe (-66,2%), mniej natomiast w produkcji (-1,6%). Łączna ilość osób zatrudnionych w sprzedaży w tym okresie wzrosła o 30,9%.

Wartość wynagrodzeń rocznych na pracownika oraz wartość ubezpieczeń społecznych na pracownika (tys. PLN) w latach 2008-2013



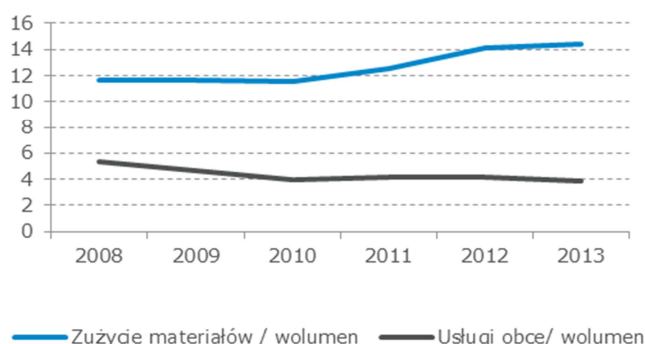
Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Średnioroczne zatrudnienie pracowników produkcyjnych, sprzedawców oraz pozostałych w Grupie Rovese w latach 2008-2013 (osoby)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Wartość kosztów związanych ze zużyciem materiałów i energii podzielona przez wolumen sprzedaży oraz wartość usług obcych podzielona przez wolumen sprzedaży w latach 2008-2013



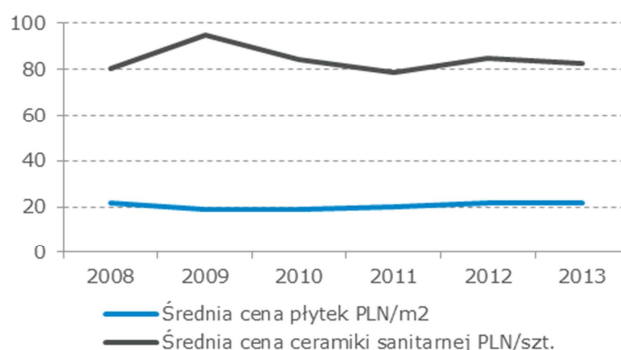
Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Łączne koszty związane ze zużyciem materiałów i energii podzielone przez wolumen sprzedaży (wielkość sprzedaży płytek m² oraz liczba sztuk ceramiki sanitarnej – 1 m² płytek waży 15-20 kg, bidet 15-18,5 kg, miska 15-20 kg, kompakt 19-23 kg, pisuar 7,5-13 kg, umywalka 5-14 kg) na przestrzeni ostatnich sześciu lat wzrosły o 23,8% (+1,8% w 2013 roku). Udało się natomiast w tym samym czasie obniżyć o 26,5% (-6,8% w 2013 roku)

wartość kosztu usług obcych (głównie transport) podzieloną przez wolumen sprzedaży. Od 2008 roku udział kosztów związanych ze zużyciem materiałów i energii w sumie kosztów rodzajowych wzrósł z 45,6% do 50,7%, a usług obcych spadł z 20,7% do 13,7%.

Niestety obok wzrostu jednostkowych kosztów produkcji i wynagrodzeń, jednostkowe ceny sprzedaży płytek ceramicznych spadły w ostatnich sześciu latach o 0,8%, a ceramiki sanitarnej wzrosły jedynie o 3,1%. Zmiany cen były zbyt niskie aby uchronić wyniki Grupy Kapitałowej przed spadkiem. Niestety również w przyszłości naszym zdaniem trudno będzie, przy tak konkurencyjnym rynku, podwyższać ceny produktów.

Średnie ceny sprzedaży płytek ceramicznych (PLN/m²) oraz ceramiki sanitarnej (PLN/sztuka) w Grupie Rovese w latach 2008-2013

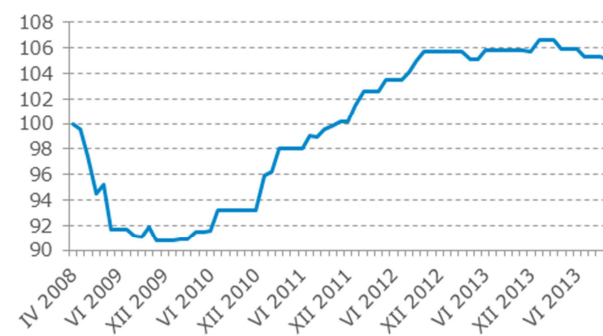


Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Rynek krajowy

Obecnie potencjał produkcyjny rynku polskiego w zakresie płytek ceramicznych to 140-150 mln m² płytek. Z tego wykorzystywane jest około 110 mln m² (wykorzystanie poniżej 80%). Konsumpcja na terenie kraju sięga 85 mln m², eksport wynosi 35 mln m², a import 10 mln m². Połowa wielkości eksportu przypada na rynki wschodnie, na których polska branża płytek ceramicznych rosła w siłę. W szczególności polskie towary trafiają na rynki Rosji i Ukrainy.

Zmiany średnich cen w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni w Grupie Polskich Składow Budowlanych w latach 2008-2014 (XII'08 = 100)



Źródło: Polskie Składy Budowlane; Rovese S.A.

Po osiągnięciu maksimum w 2013 roku średnie ceny w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni w Grupie Polskich Składow Budowlanych zaczęły spadać w 2014 roku. Naszym zdaniem, to efekt dużej konkurencji na rynku.

Spadek wartości hrywny i rosyjskiego rubla powodować będzie, że polskim producentom z pewnością trudniej będzie konkurować cenowo. Z drugiej strony, odpływ kapitału z rynku rosyjskiego oraz spadek koniunktury na rynku ukraińskim spowodują prawdopodobnie spadek wielkości inwestycji bezpośrednich, na czym z kolei ucierpieć mogą polscy producenci materiałów budowlanych – w tym producenci płytek.

Rynki zagraniczne

W 2013 roku rynek rosyjski generował 17,2% (25,9% w IH'14; -4,5% r/r) sprzedaży Grupy, a ukraiński 13,2% (14,8%; -33% r/r) sprzedaży. Są to również z punktu widzenia polskich producentów znacznie bardziej marżowe rynki niż Polska.

W związku z pogorszeniem koniunktury w powyższych krajach, prawdopodobnie od 1Q'14 szanse zwiększenia sprzedaży w obydwu lokalizacjach będą ograniczone. Spodziewamy się, że niepokoje na Ukrainie związane z kryzysem politycznym wokół Krymu spowodują wyraźny spadek koniunktury w budownictwie na Ukrainie. Dodatkowym problemem jest fakt, że dostawy z

ukraińskiego zakładu nie będą już potrzebne w Rosji, gdzie Rovese rozbudował własne fabryki, a ponadto Rosja może blokować dostawy towarów produkowanych na Ukrainie. Dodatkowym ryzykiem dla eksportu z Ukrainy będzie opóźnienie w zwrocie nadpłaconego podatku VAT dla eksporterów. W najgorszym scenariuszu można się spodziewać przerw w dostawach gazu z Rosji, co prowadzi do przerw w produkcji ukraińskiego zakładu.

Majątkowa wycena Spółki

Obecnie, na koniec 3Q'14 wartość księgowa Grupy Rovese, to 1547,0 mln PLN przy wartości z firmy z przejęcia (negative goodwill) 370,9 mln PLN. W sumie przy bieżącej kapitalizacji wskaźnik wartości księgowej do kapitalizacji bez uwzględnienia zysków z przejęcia wynosi 0,97x (czyli kapitalizacja odpowiada wartości księgowej skorygowanej o księgowe zyski z przejęcia).

Jedynym argumentem, dla którego według nas wartość Grupy Rovese mogłaby być wyższa niż obecna wycena rynkowa jest potencjalna wartość nakładów potrzebnych na wybudowanie potencjału produkcyjnego, jakim dysponuje Spółka.

Wycena składników majątkowych Grupy Rovese według wartości wytworzenia

Zakład produkcji	Cersanit III Wałbrzych	Cersanit IV Krasnostaw	Cersanit Invest (Czyżywka - Ukraina)	Cersanit Romana (Roman)	Cersanit Rosja	Opoczno	Syzrań	Kuczino	Meissen	Suma
Moce w zakresie produkcji płytek ceramicznych (mln m ² rocznie)	19,0		12,0		8,0	27,0		8,7	3,0	77,7
Moce w zakresie produkcji ceramiki sanitarnej (mln sztuk rocznie)		4,5	1,0	1,0			2,0			8,5
Jednostkowy koszt mocy Płytki/gres/dekory (EUR/m ²)					6,0					
Jednostkowy koszt mocy Ceramika (EUR/szt)					30,0					
Razem koszt wybudowania mocy (mln EUR) Płytki/gres/dekory	114,0		72,0		48,0	162,0		52,2	18,0	466,2
Razem koszt wybudowania mocy (mln EUR) Ceramika		135,0	30,0	30,0			60,0			255,0
Koszty organizacji i rozruch	11,4	13,5	10,2	3,0	4,8	16,2	6,0	5,2	1,8	72,1
Koszty finansowe w okresie budowy i rozruchu	8,6	10,1	7,7	2,3	6,1	12,2	7,7	6,5	0,9	62,0
Razem Capex + koszty rozruchu i finansowe (mln EUR)	134,0	158,6	119,9	35,3	58,9	190,4	73,7	63,9	20,7	855,3
Kurs EUR/PLN					4,20					
Razem Capex + koszty rozruchu i finansowe (mln PLN)	562,6	666,2	503,4	148,1	247,6	799,5	309,5	268,5	86,9	3 592,2
Kapitał obrotowy (mln PLN; koniec 3Q'14)					641,18					
Marki (mln PLN)			95,9					21,0		116,9
Suma										4 350,3
Premia za gotowość projektu (10%)										10%
EV (mln PLN)										4 785,3
Dług netto (mln PLN; koniec 3Q'14)										720,9
MC (mln PLN)										4 064,4
Bieżąca kapitalizacja (mln PLN)										1 136,0
Dyskonto (%)										-72,0%

Zródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Obecnie, po przejęciu aktywów produkcyjnych od głównego akcjonariusza, Rovese dysponuje mocami wytwórczymi w zakresie płytek ceramicznych na poziomie 77,7 mln m² płytek rocznie oraz 8,5 mln sztuk ceramiki sanitarnej rocznie. Zakładając koszt budowy mocy 1 m² płytek ceramicznych na poziomie 6 EUR oraz ceramiki sanitarnej 30 EUR za 1 sztukę rocznie (parametry analogiczne do tych, jakie przedstawiała Spółka przy przejęciu aktywów produkcyjnych od głównego akcjonariusza), to łączny koszt budowy analogicznego do Rovese potencjału wyniósłby 721,2 mln EUR (3,0 mld PLN). Zakładając koszty rozruchu oraz koszty finansowe, jakie trzeba by ponieść w okresie budowy kwota ta wzrosłaby o 134,1 mln EUR (563,2 mln PLN). Powiększając tę kwotę o wartość koniecznego do poniesienia kosztu kapitału obrotowego + wartości marek + 10% premii za gotowość projektu, wówczas wartość EV wyniosłaby 4,8 mld PLN (wartość potencjalnej kapitalizacji 4,1 mld PLN). Tak liczona wartość odtworzenia potencjału produkcyjnego Rovese byłaby 3,6x razy wyższa niż bieżąca kapitalizacja Spółki. Niestety jednak bieżące otoczenie makroekonomiczne (nadpodaż mocy produkcyjnych, dekonjunktura na kluczowych rynkach eksportowych) sprawia, że argumentów za budową takiego parku maszynowego zdecydowanie brakuje.

Obecny moment wyceny dla Rovese jest negatywny z punktu widzenia kursów walutowych i ich wpływu na wielkość zadłużenia odsetkowego. Obecnie Rovese posiada istotną wartość zadłużenia w walutach obcych. Zakładając kursy walutowe na poziomie średniej z trzech ostatnich lat

(EUR/PLN 3,83; USD/PLN 2,91 oraz EUR/UAH 10,96), wówczas zadłużenie odsetkowe Rovese byłoby o 52,7 mln PLN niższe (+0,065 PLN na akcję do wyceny).

Wezwanie na akcje Spółki

Michał Sołowow i FTF Galleon ogłosiły wzywanie na sprzedaż 339,2 mln akcji Rovese, czyli 41,8% akcji znajdujących się w obrocie po cenie 1,42 PLN za akcję (za 478 mln PLN).

Wezwanie zostanie przeprowadzone w trzech fazach. W I fazie rozpoczęcie przyjmowania zapisów nastąpi 3 grudnia, a zakończenie 8 grudnia. W II fazie przyjmowanie zapisów będzie trwać od 9 do 15 grudnia, a w III fazie od 16 grudnia 2014 roku do 8 stycznia 2015 roku.

W wyniku wezwania wzywający zamierzają osiągnąć łącznie 100% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Wezwanie jest bezwarunkowe. Po przeprowadzeniu wezwania, wzywający złożą wniosek o zwołanie walnego zgromadzenia spółki i zażądają umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji spółki oraz w przedmiocie wycofania ich z obrotu na GPW.

Sołowow posiada obecnie bezpośrednio i pośrednio 65,99% Rovese, z czego bezpośrednio 6,28%, przez FTF Galleon 51,91%, a przez spółkę Calgeron Investment Limited 7,8% (ostatni podmiot jest zależny od Synthos).

Wycena

Wartość Spółki Rovese szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 1,37 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	1,31
Wycena DCF	50%	1,21
	cena wynikowa	1,26
	cena docelowa za 9 m-cy	1,37

Wycena porównawcza

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji to polskie spółki wymienione w tabeli poniżej oraz zagraniczne: Compagnie de Saint-Gobain, Dynasty Ceramic, Hsil, Imerys, Norcros, Panariagroup Industrie, Siam City Cement.

Ceramic Industries jest producentem płytek ceramicznych i wyposażenia łazienek. Oferowane płytki nadają się zarówno do wykładania na podłogach i ścianach.

Compagnie de Saint-Gobain jest francuskim producentem materiałów budowlanych jak pokrycie izolacji, gips, pokrycia dachowe, bariery i balustrady, materiały pokrycia szkła płaskiego dla obiektów kubaturowych i motoryzacji, szklane pojemniki, słoiki i butelki. Spółka posiada również sieć 4200 sklepów z materiałami budowlanymi. Dynasty Ceramic jest producentem ceramicznych płytek do wykładania na ścianach i podłogach zarówno wewnątrz budynków, jak i na zewnątrz. Hsil zajmuje się produkcją wyposażenia łazienek i kuchni. Uzupełnieniem oferty są różnego rodzaju wyroby szklane. Imerys jest producentem i sprzedawcą materiałów budowlanych. Istotną częścią sprzedaży są materiały mineralne, w tym również płytki ceramiczne. 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. Siam City Cement jest znanym tajlandzkim producentem cementu. Spółka produkuje również wyposażenie łazienkowe oraz płytki ceramiczne.

W wycenie porównawczej nie uwzględniamy efektu związanego z przeszacowaniem portfela kredytów walutowych w Grupie Rovese i różnic kursowych z tym związanymi.

Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	P/E 2013	P/E 2014P	P/E 2015P	P/E 2016P	EV/EBITDA 2013	EV/EBITDA 2014P	EV/EBITDA 2015P	EV/EBITDA 2016P
CERAMIKA NOWA GALA SA	Polska	-44,5	19,2	56,8	-	8,0	6,4	6,6	-
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	Francja	18,9	16,8	13,8	11,1	6,4	6,8	6,1	5,3
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Tajlandia	16,4	18,2	16,2	13,9	11,7	12,8	11,5	10,1
GRUPA KETY SA	Polska	16,6	15,6	14,8	16,1	11,1	9,6	9,0	8,3
ES-SYSTEM SA	Polska	23,4	12,4	13,0	-	8,3	6,1	6,1	-
FERRO SA	Polska	9,5	7,7	7,9	6,7	7,6	7,1	7,0	6,5
LIBET SA	Polska	13,9	12,6	10,2	8,0	5,1	4,7	4,4	3,8
HSIL LTD	Indie	33,4	61,0	32,1	19,5	11,8	14,6	11,1	-
IMERYS SA	Francja	15,3	14,5	13,2	12,2	7,5	7,7	7,2	6,6
MERCOR SA	Polska	8,8	8,7	8,4	-	0,9	7,2	6,9	-
NORCROS PLC	W. Brytania	9,7	8,8	9,2	8,8	7,2	5,6	6,0	5,1
PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	Włochy	-	-	21,3	12,8	-	6,4	5,0	4,4
POZBUD T&R SA	Polska	10,0	12,5	9,9	8,5	6,7	9,1	7,0	8,9
SELENA FM SA	Polska	16,7	8,4	8,7	-	5,7	5,1	7,4	-
Maksimum		33,4	61,0	56,8	19,5	11,8	14,6	11,5	10,1
Minimum		-44,5	7,7	7,9	6,7	0,9	4,7	4,4	3,8
Mediana		15,3	12,6	13,1	11,7	7,5	6,9	6,9	6,5
Rovese		-17,8	-6,8	21,0	14,9	8,6	7,1	6,4	5,6
Premia (dyskonto)		-216,0%	-153,9%	60,2%	27,8%	14,1%	3,2%	-8,3%	-13,9%
Implikowana wycena									
Mediana			12,6	13,1	11,7		6,9	6,9	6,5
Dyskonto			0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%				50%	
Waga roku			0%	60%	40%		0%	60%	40%
Wartość firmy na jedną akcję									1,31

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,7%; średnia ważona 10-letnich obligacji krajowych skarbow państwa w lokalnych walutach dla Polski, Ukrainy i Rosji. Wagi zakładamy na poziomie 63% dla Polski, 15% dla Ukrainy i 22% dla Rosji. Wagi odpowiadają wielkości mocy produkcyjnych Grupy w zakresie płytek ceramicznych w danym kraju.
- Wzrost FCF po roku 2023 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka w okresie prognozy będzie wypłacała dywidendy akcjonariuszom. Zakładamy, że pierwsza wypłata dywidendy będzie miała miejsce z zysku za 2015 rok.

- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2013.
- W wycenie uwzględniamy płatność warunkową za przejęte w 2013 roku aktywa od głównego akcjonariusza w kwocie 86 mln PLN w 2022 roku (przy przekroczeniu EBITDA Grupy w wysokości 350 mln PLN).
- Przyszłe przepływy finansowe dyskontujemy na początek grudnia 2014 roku.
- Zakładamy, że Spółka do końca roku 2017 spłaci 100,1 mln PLN zadłużenia odsetkowego. 1 lipca 2011 Spółka zobowiązana była do spłaty pierwszej raty kredytu udzielonego LXIV S.à r.l. na kwotę 100 mln EUR. Spłata kredytu ma nastąpić w 14 równych ratach w odstępach półrocznych.

Założenia dodatkowe

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Płytki mln m ²	49,2	57,2	55,0	56,7	58,4	60,1	61,3	62,3	62,9	63,5	64,1
Ceramika sanitarna mln szt.	5,2	5,5	5,4	5,6	5,7	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4
Płytki moce produkcyjne mln m ²	66,0	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3
Ceramika sanitarna moce produkcyjne mln szt.	6,5	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Płytki moce wykorzystanie	75%	75%	72%	74%	77%	79%	80%	82%	82%	83%	84%
Ceramika sanitarna wykorzystanie	80%	68%	67%	69%	71%	73%	74%	75%	76%	78%	79%
Średnia cena płytek PLN/m ²	21,7	21,6	21,0	21,2	21,6	22,1	22,5	23,0	23,4	23,9	24,4
Średnia cena ceramiki sanitarnej PLN/szt.	84,9	82,8	82,0	82,8	84,5	86,2	87,9	89,6	91,4	93,3	95,1

Stopa wolna od ryzyka

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+
Polska	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Ukraina	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Rosja	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Średnia ważona	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+
Przychody ze sprzedaży	1 770,2	1 835,3	1 923,8	2 015,7	2 093,4	2 164,5	2 230,7	2 299,0	2 369,4	2 416,8	2 465,1
zmiana	-5,4%	3,7%	4,8%	4,8%	3,9%	3,4%	3,1%	3,1%	3,1%	2,0%	2,0%
EBITDA	247,2	259,0	276,7	294,6	308,5	320,5	332,0	343,9	356,1	359,3	371,3
marża EBITDA	14,0%	14,1%	14,4%	14,6%	14,7%	14,8%	14,9%	15,0%	15,0%	14,9%	15,1%
Amortyzacja	169,6	166,5	160,5	153,7	146,4	140,4	136,7	134,2	138,4	141,6	141,8
EBIT	77,7	92,5	116,2	140,9	162,2	180,1	195,3	209,6	217,7	217,6	229,5
marża EBIT	4,4%	5,0%	6,0%	7,0%	7,7%	8,3%	8,8%	9,1%	9,2%	9,0%	9,3%
Opodatkowane EBIT	8,2	11,6	16,8	22,1	26,6	30,3	33,5	36,4	37,8	37,7	40,1
NOPLAT	69,5	80,9	99,4	118,8	135,6	149,8	161,8	173,3	179,9	180,0	189,4
CAPEX	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8	-111,1	-116,6	-122,5	-214,6	-135,0	-141,8
Kapitał obrotowy	-64,6	-17,9	-24,2	-24,8	-20,8	-18,8	-17,4	-17,8	-18,2	-12,1	-12,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	94,5	141,4	141,6	146,9	155,4	160,3	164,6	167,3	85,5	174,4	177,1
WACC	9,9%	10,0%	10,2%	10,3%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	10,8%	10,9%	11,0%
współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,82	0,74	0,66	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,35
PV FCF	93,8	127,6	115,7	108,5	103,1	95,4	87,6	79,6	37,4	68,3	61,8
	0,08	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	8,08	9,08	10,08
WACC	9,86%	9,98%	10,18%	10,34%	10,56%	10,76%	10,92%	11,05%	10,79%	10,87%	11,00%
Koszt długu	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%
Stopa wolna od ryzyka	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%	6,73%
Premia za ryzyko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efektywna stopa podatkowa	4,6%	10,7%	13,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	35,2%	30,7%	26,3%	22,2%	18,6%	15,5%	13,0%	10,8%	15,0%	13,7%	11,6%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Premia za ryzyko	5,0%	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	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy 2,0%

Wartość rezydualna (TV) 1 967,3

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) 770,7

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy 917,0

Wartość firmy (EV) 1 687,7

Dług netto 692,5

Inne aktywa nieoperacyjne 0,0

Udziałowcy mniejszościowi 9,4

Wartość firmy 985,8

Liczba akcji (mln) 811,4

Wartość firmy na akcję (PLN) 1,21

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego 8,7%

Cena docelowa 1,32

EV/EBITDA ('15) dla ceny docelowej 6,1

P/E ('15) dla ceny docelowej 19,6

Udział TV w EV 45,7%

Analiza wrażliwości

		Wzrost FCF w nieskończoności				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0p.p.	0,96	1,02	1,10	1,20	1,47	
WACC +0,5p.p.	1,04	1,12	1,21	1,32	1,64	
WACC	1,13	1,22	1,32	1,45	1,84	
WACC -0,5p.p.	1,23	1,33	1,45	1,60	2,07	
WACC -1,0p.p.	1,34	1,45	1,59	1,77	2,35	

Rachunek wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	1 531,5	1 638,2	1 669,0	1 870,5	1 770,2	1 835,3	1 923,8	2 015,7	2 093,4
zmiana	8,2%	7,0%	1,9%	12,1%	-5,4%	3,7%	4,8%	4,8%	3,9%
Płytki ceramiczne	1 030,5	1 064,4	1 066,0	1 237,4	1 155,8	1 202,3	1 263,2	1 327,1	1 380,7
Ceramika sanitarna	353,1	408,5	441,5	455,4	446,3	459,7	483,0	507,4	527,9
Artykuły około ceramiczne	147,9	165,3	161,4	177,7	168,2	173,2	177,6	181,1	184,8
Koszty wytworzenia	928,3	1 036,6	1 139,6	1 322,5	1 205,2	1 256,9	1 307,8	1 361,1	1 405,9
Koszty zarządu	115,8	134,1	108,4	119,0	129,1	118,3	120,2	122,1	123,7
Koszty sprzedaży	334,9	328,7	390,3	372,1	347,3	367,6	379,4	391,5	401,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-10,4	-3,0	-12,4	-19,5	-11,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	142,0	135,8	18,2	37,4	77,7	92,5	116,2	140,9	162,2
zmiana	-15,5%	-4,4%	-86,6%	105,0%	107,9%	19,1%	25,7%	21,2%	15,1%
marża EBIT	9,3%	8,3%	1,1%	2,0%	4,4%	5,0%	6,0%	7,0%	7,7%
Wynik na działalności finansowej	-13,5	-33,0	-70,1	-103,3	-254,9	-31,4	-27,7	-24,7	-22,3
Odsetki	-52,2	-49,8	-29,8	-54,8	-34,8	-31,4	-27,7	-24,7	-22,3
Pozostałe	38,7	16,8	-31,4	-45,6	-190,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	128,5	102,9	-51,9	-66,2	-177,5	61,1	88,5	116,3	139,8
Podatek dochodowy	25,4	15,5	10,9	-1,9	-8,2	6,6	11,8	22,1	26,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	-0,4	0,0	0,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	103,0	87,8	-62,8	-64,4	-168,3	54,5	76,8	94,2	113,3
zmiana	-1367,4%	-14,8%	-171,5%	2,6%	161,4%	-132,4%	40,8%	22,7%	20,3%
marża	6,7%	5,4%	-3,8%	-3,4%	-9,5%	3,0%	4,0%	4,7%	5,4%
Amortyzacja	111,5	114,9	144,1	176,5	169,6	166,5	160,5	153,7	146,4
EBITDA	253,5	250,7	162,3	213,9	247,2	259,0	276,7	294,6	308,5
zmiana	-11,0%	-1,1%	-35,2%	31,8%	15,6%	4,7%	6,9%	6,5%	4,7%
marża EBITDA	16,6%	15,3%	9,7%	11,4%	14,0%	14,1%	14,4%	14,6%	14,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	216,4	270,5	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4
EPS	0,5	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
CEPS	1,0	0,7	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
ROAE	7,8%	5,5%	-3,0%	-3,6%	-10,8%	3,4%	4,6%	5,5%	6,4%
ROAA	3,4%	2,7%	-1,8%	-1,9%	-5,5%	1,8%	2,5%	3,0%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	2 987,9	3 237,3	3 484,5	3 334,2	3 062,5	3 095,9	3 132,2	3 183,8	3 239,6
Majątek trwały	1 541,7	1 680,2	1 606,8	2 055,4	1 750,2	1 672,6	1 607,6	1 556,5	1 518,2
Wartość niematerialne i prawne	386,3	405,5	399,5	472,1	466,2	465,9	465,9	466,3	466,9
Rzeczowe aktywa trwałe	1 138,1	1 227,0	1 133,2	1 475,6	1 176,3	1 098,9	1 033,8	982,3	943,5
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	3,5	6,9	6,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Długoterminowe RM	13,8	40,7	67,2	104,9	104,9	104,9	104,9	104,9	104,9
Majątek obrotowy	1 446,2	1 557,1	1 877,7	1 278,8	1 312,3	1 423,3	1 524,6	1 627,3	1 721,4
Zapasy	442,0	559,7	505,5	609,7	587,9	602,3	621,7	641,5	658,0
Należności krótkoterminowe	561,0	601,1	520,6	471,8	478,6	490,3	506,0	522,2	535,6
Inwestycje krótkoterminowe	3,5	5,3	52,5	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Środki pieniężne	423,5	382,6	790,4	168,5	216,0	301,6	368,8	436,6	501,4
Krótkoterminowe RM	16,2	8,4	8,6	20,6	21,7	20,9	19,9	19,0	18,2
(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	2 987,9	3 237,3	3 484,5	3 334,2	3 062,5	3 095,9	3 132,2	3 183,8	3 239,6
Kapitał własny	1 319,4	1 598,0	2 099,7	1 778,2	1 559,7	1 614,2	1 669,2	1 725,0	1 772,3
Kapitał akcyjny	21,6	27,0	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1
Kapitał zapasowy	1 447,6	1 673,3	2 249,9	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2
Zysk z lat ubiegłych	-108,6	-64,3	-198,1	-597,3	-765,6	-711,1	-656,1	-600,3	-553,0
Udziały mniejszości	0,0	9,6	9,5	9,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Zobowiązania długoterminowe	759,9	785,7	585,0	504,3	675,7	647,1	618,5	604,2	604,2
Dług	739,4	776,0	584,9	339,6	511,0	482,4	453,8	439,5	439,5
Zobowiązania krótkoterminowe	902,5	808,9	723,5	911,0	672,2	676,5	682,2	688,0	692,7
Zobowiązania handlowe	373,5	359,1	325,6	389,5	350,8	355,1	360,8	366,5	371,2
Dług	529,0	449,8	397,9	521,4	321,4	321,4	321,4	321,4	321,4
Rezerwy na zobowiązania	6,3	19,5	34,7	42,0	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7
Pozostałe	0,0	15,6	32,1	89,4	84,6	87,7	92,0	96,4	100,1
Dług	1 268,4	1 225,8	982,8	861,0	832,4	803,8	775,2	760,9	760,9
Dług netto	844,9	843,1	192,4	692,5	616,4	502,2	406,4	324,3	259,5
(Dług netto / Kapitał własny)	64,0%	52,8%	9,2%	38,9%	39,5%	31,1%	24,3%	18,8%	14,6%
(Dług netto / EBITDA)	3,3	3,4	1,2	3,2	2,5	1,9	1,5	1,1	0,8
BVPS	6,1	5,9	2,6	2,2	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	207,1	104,4	232,0	183,9	190,8	233,6	239,5	245,9	258,9
Zysk netto	103,0	87,8	-62,8	-64,4	-168,3	54,5	76,8	94,2	113,3
Amortyzacja	111,5	114,9	144,1	176,5	169,6	166,5	160,5	153,7	146,4
Odsetki i udziały w zyskach	54,3	51,8	46,7	57,3	34,8	31,4	27,7	24,7	22,3
Kapitał obrotowy	-42,4	-131,6	52,9	-41,3	-64,6	-17,9	-24,2	-24,8	-20,8
Pozostałe	-19,2	-18,4	51,1	55,7	219,4	-0,8	-1,3	-1,8	-2,3
Przepływy inwestycyjne	-67,4	-137,7	-181,4	-384,6	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8
CAPEX	-77,3	-155,3	-131,1	-387,7	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8
Inwestycje kapitałowe	7,4	17,6	-50,8	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	179,7	-7,6	357,1	-421,2	-63,4	-60,0	-78,1	-77,3	-88,3
Dług	91,8	-144,3	-161,4	-355,6	-28,6	-28,6	-28,6	-14,3	0,0
Emisja akcji	150,7	188,7	577,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-21,8	-38,4	-65,9
Odsetki od zadłużenia	-62,8	-63,4	-50,6	-61,0	-34,8	-31,4	-27,7	-24,7	-22,3
Pozostałe	0,0	11,4	-8,8	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	319,5	-40,9	407,8	-621,9	47,5	85,7	67,2	67,8	64,8
Środki pieniężne na koniec okresu	423,5	382,6	790,4	168,5	216,0	301,6	368,8	436,6	501,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCF	116,8	-52,6	117,7	-211,8	94,5	141,4	141,6	146,9	155,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-5,0%	-9,5%	-7,9%	-20,7%	-4,5%	-4,8%	-4,9%	-5,0%	-5,1%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	3,0	4,3	-18,2	-17,8	-6,8	21,0	14,9	12,1	10,1
P/CE	1,4	1,9	14,1	10,2	887,9	5,2	4,8	4,6	4,4
P/BV	0,2	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	0,2	0,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/(BV-goodwill)	0,3	0,3	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
FCF/EV	10,2%	-4,3%	8,8%	-11,5%	5,4%	8,6%	9,1%	10,0%	11,1%
EV/EBITDA	4,5	4,9	8,2	8,6	7,1	6,4	5,6	5,0	4,5
EV/EBIT	8,1	9,0	73,3	49,2	22,7	17,8	13,3	10,4	8,7
EV/S	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
CFO/EBITDA	81,7%	41,6%	142,9%	86,0%	77,2%	90,2%	86,5%	83,5%	83,9%
Dyid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	3,4%	5,8%
Cena (PLN)	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	216,4	270,5	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4
MC (mln PLN)	305,1	381,4	1 144,1	1 144,1	1 144,1	1 144,1	1 144,1	1 144,1	1 144,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,0	9,6	9,5	9,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
EV (mln PLN)	1 150,0	1 215,0	1 327,0	1 827,3	1 761,9	1 647,6	1 551,8	1 469,8	1 404,9

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 księgową**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 księgową) - 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 Maklerskiego mBanku S.A.**

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

KUPIJ - 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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 stanowił 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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.**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Rovese**

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2014-03-06	2014-04-04	2014-05-07	2014-05-20
kurs z dnia rekomendacji	1,92	1,53	1,33	1,27
WIG w dniu rekomendacji	52216,05	52376,18	50873,54	51070,22

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl