

4 czerwca 2010

Aktualizacja raportu


**Materiały
budowlane**

Polska

Cena bieżąca	14,00 PLN
Cena docelowa	13,43 PLN
Kapitalizacja	2,0 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,39 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

Strategia dotycząca sektora

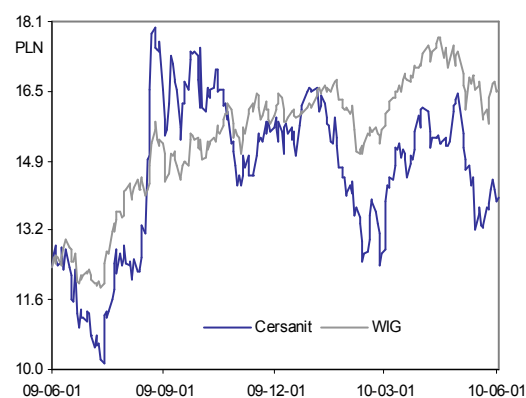
Sektor materiałów budowlanych i materiałów wykończeniowych zmagają się z niskim popytem na oferowane produkty i dużym poziomem konkurencji. W roku 2010 powinno nastąpić niewielkie ożywienie w branży. Niestety najprawdopodobniej towarzyszyć mu będzie znaczący poziom rywalizacji. Dotyczyć to będzie również wschodnich rynków eksportowych. Rok 2010 będzie kolejnym niesprzyjającym dla producentów ceramiki sanitarnej. Będzie również rokiem stabilizacji w branży.

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 i Rosji.

Ważne daty

31.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za IH
15.11 - publikacja raportu skonsolidowanego za 3Q

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

Trzymaj

(Podwyższona)

Stabilizacja w branży...

W 1Q10 sprzedaż Grupy spadła o 1,2% r/r, a zysk operacyjny był o 16,1% r/r niższy. Na sprzedaż i wyniki operacyjne wpływ miała umacniająca się złotówka oraz niesprzyjające warunki pogodowe w styczniu i lutym bieżącego roku. Wysoki wynik netto (58,7 mln PLN), to efekt przeszacowania portfela zagranicznych kredytów. Podtrzymujemy, że rok 2010 na rynku krajowym będzie dla producentów ceramiki łazienkowej okresem stabilizacji zarówno pod względem cen, jak i wielkości sprzedaży. Z rynków eksportowych jak na razie tylko w Rosji spostrzec można ożywienie handlu. Pozostałe kraje eksportowe zbliżają się obecnie do lokalnych minimów i naszym zdaniem dopiero kolejny rok przynieść może zwiększenie poziomu sprzedaży. Spółka nawet przy optymistycznej prognozie zwiększenia przychodów w drugiej połowie roku notowana jest na bieżący rok ze wskaźnikami P/E 16,5 i EV/EBITDA 9,4. Naszym zdaniem zarówno ożywienie na rynku rosyjskim, jak i zwiększenie sprzedaży na Ukrainie, są już odzwierciedlone w cenie. Obecne kursy walutowe na dzień publikacji raportu wpłynęłyby na przeszacowanie portfela kredytów w kwocie +74,3 mln PLN (na dzień 31.12.2009 Spółka posiadała równowartość 1,1 mld PLN kredytów w walutach obcych), co negatywnie przełożyłoby się na wyniki 2Q10. Rekomendujemy trzymaj dla akcji Spółki Cersanit, a cenę docelową obniżamy z 13,63 PLN do 13,43 PLN.

Rynek krajowy

Na rynku krajowym przy ograniczonym popycie na artykuły łazienkowe ceny płytek ceramicznych wyraźnie się stabilizują (w marcu ceny +2% m/m i około -15% r/r). Walka dotyczy jeszcze płytek tanich, ale ogranicza się wyłącznie do sprzedażowych akcji promocyjnych. W 2Q2010 spodziewamy się słabej sprzedaży w kwietniu (Wielkanoc, tragedia w Smoleńsku). Powódź naszym zdaniem ze względu na mniej dotkliwe, niż w 1997 roku skutki (ominięcie dużych miast) nie przyczyni się do większej sprzedaży ceramiki łazienkowej. Szacujemy, że zapotrzebowanie związane ze zniszczeniami nie przekroczy 2% krajowego popytu.

Rynek zagraniczny

W marcu dynamika sprzedaży detalicznej na rynkach eksportowych Cersanitu nadal pozostawała w trendzie spadkowym w Estonii -6,1% r/r; na Litwie -6,9% r/r, w Chorwacji -2,8% r/r, na Słowenii -1,7%, w Rumunii -4,8% r/r i na Ukrainie -3,1% r/r. Widać jednak wyraźne wyhamowanie spadkowej dynamiki. Przelamanie ujemnego trendu ma miejsce tylko w Republice Czeskiej +2,1% r/r i w Rosji +9,6% r/r. W trzecim kwartale produkcję rozpoczną nowe linie na Ukrainie. Zwiększy, to moce z 7 do 12 mln m² płytek rocznie. Pamiętać należy, że kryzys był szczególnie dotkliwy dla ludności ukraińskiej (spadki sprzedaży detalicznej w 2009 roku przekraczały 20% r/r).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 517,3	1 415,2	1 506,9	1 612,8	1 707,4
EBITDA	339,7	284,7	323,3	369,0	409,3
marża EBITDA	22,4%	20,1%	21,5%	22,9%	24,0%
EBIT	233,9	168,1	207,1	252,0	287,5
Zysk netto	7,7	-8,1	122,4	144,3	178,6
P/E	262,1	-	16,5	14,0	11,3
P/CE	17,8	18,6	8,5	7,7	6,7
P/BV	1,9	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	9,3	11,0	9,4	8,0	7,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%

Wyniki 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku przychody ze sprzedaży były o 1,2% r/r niższe. Największy spadek sprzedaży miał miejsce w segmencie artykułów około ceramicznych (-26,3% r/r). Minimalnie mniejsze przychody zostały zanotowane w sprzedaży płytek ceramicznych (-1,4% r/r). Wysoki obrót z kolei został zanotowany w segmencie artykułów około ceramicznych (+13,9% r/r). Na sprzedaż Grupy Cersanit negatywnie wpływały niesprzyjające warunki atmosferyczne w pierwszych dwóch miesiącach pierwszego kwartału oraz wciąż utrzymująca się wysoka konkurencja na rynku krajowym. Na wysokość obrotu na rynkach eksportowych źle oddziaływało umocnienie się złotówki do obcych walut (RUB/PLN -4,6% r/r; UAH/PLN -16,2% r/r; EUR -11,3% r/r) oraz niska dynamika sprzedaży detalicznej w krajach wschodnioeuropejskich. Umocnienie się złotówki do walut obcych oraz duży poziom konkurencji na rynku krajowym przyczynił się do niższej marży brutto ze sprzedaży o 0,3pp r/r. Dowodzi to, że wciąż zapowiadana przez nas konkurencja na rynku krajowym nie pozwala producentom podwyższać cen sprzedawanych przez siebie płytek ceramicznych.

Skrócony rachunek zysków i strat w 1Q2010

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	1Q2009	1Q2010	zmiana
Płytki ceramiczne	1 030,2	901,8	-12,5%	201,3	198,4	-1,4%
Ceramika sanitarna	303,5	341,6	12,5%	64,9	73,9	13,9%
Artykuły około ceramiczne	183,6	170,3	-7,3%	37,0	27,3	-26,3%
Suma	1 517,3	1 413,6	-6,8%	303,2	299,6	-1,2%
EBIT	233,9	162,3	-30,6%	30,1	25,3	-16,1%
marża EBIT	22,7%	-6,8%	-	15,0%	12,7%	-
EBITDA	339,7	278,7	-18,0%	60,5	54,1	-10,6%
marża EBITDA	33,0%	-5,6%	-	30,1%	27,3%	-
Zysk netto	7,7	-10,3	-233,9%	-48,1	58,7	-

Źródło: DI BRE Banku

Zysk operacyjny w 1Q2010 spadł o 16,1% r/r a marża operacyjna obniżyła się o 2,3pp r/r. Na obniżenie rentowności operacyjnej dodatkowo negatywny wpływ miały rosnące koszty sprzedaży o 5,0% r/r przy spadających przychodach ze sprzedaży o 1,2% r/r.

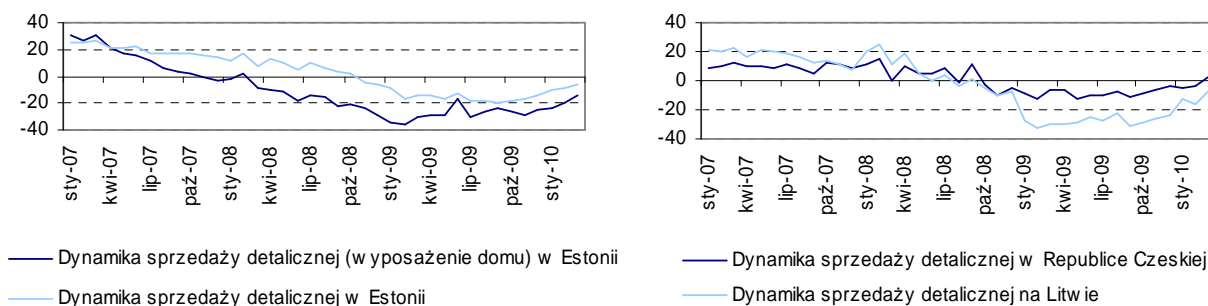
Na wynik netto pozytywnie wpłynął wynik na działalności finansowej, dzięki nadwyżce dodatnich różnic kursowych nad ujemnymi w kwocie 56,8 mln PLN (głównie efekt przeszacowania portfela kredytów w walutach obcych).

Wynik netto w 1Q2010 wyniósł 58,7 mln PLN wobec 48,1 mln PLN straty w 1Q2009. Wysoka wartość zysku netto to głównie efekt wspomnianego wyżej zdarzenia jednorazowego związanego z dodatnimi różnicami kursowymi.

Rynki eksportowe

Rynki eksportowe Cersanitu, biorąc pod uwagę sprzedaż detaliczną zmagają się obecnie ze spadkiem koniunktury. W krajach nadbałtyckich od 3 kwartału 2008 roku indeksy sprzedaży detalicznej notują nieprzerwane spadki i mimo że w pierwszym kwartale bieżącego roku można było spozrzeć wyhamowanie ujemnego trendu, to wciąż w marcu indeksy notowały spadki (Estonia -6,1% r/r; Litwa -6,9% r/r). Jeszcze gorzej przedstawiają się indeksy sprzedaży detalicznej dotyczące wyposażenia domu. Ten w Estonii w marcu spadał jeszcze -14,9% r/r.

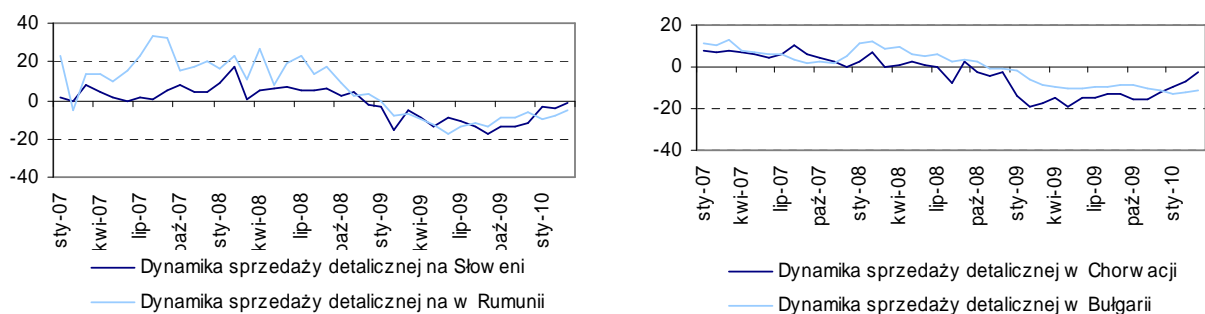
Dynamika sprzedaży detalicznej w Estonii, Republice Czeskiej i na Litwie (%) (r/r)



Źródło: DI BRE Banku; Bloomberg

Ujemną dynamikę sprzedaży w marcu wciąż posiadały indeksy sprzedaży detalicznej na terenie Chorwacji (-2,8% r/r), Bułgarii (-11,6% r/r), Słowenii (-1,7% r/r) i Rumunii (-4,8% r/r). Jedynie mieszkańcy Republiki Czeskiej kupowali w marcu więcej niż rok wcześniej (2,1% r/r).

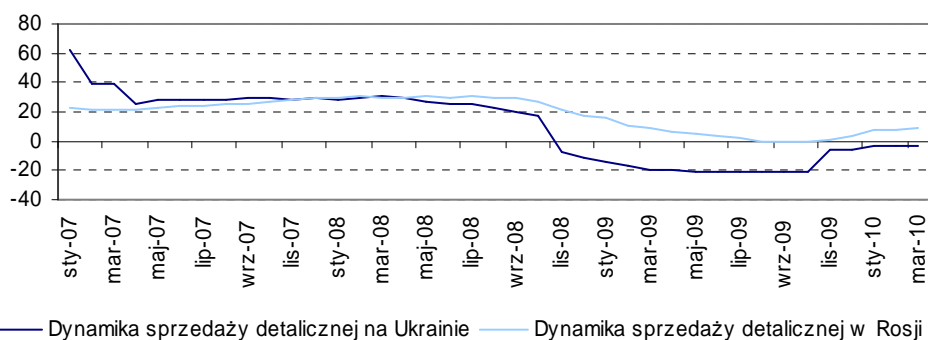
Dynamika sprzedaży detalicznej w Słowenii, Rumunii, Chorwacji i Bułgarii (%) (r/r)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Wciąż słabo sprzedaż detaliczna kształtowała się na terenie Ukrainy. Mimo wzrostu produkcji przemysłowej o 17,4% r/r w kwietniu bieżącego roku, sprzedaż detaliczna spadła o 2,7% r/r. Osłabienie lokalnej hrywny ma pozytywny efekt na atrakcyjność produktów wytwarzanych na terenie wschodniego sąsiada, wciąż jednak dochód dyspozycyjny ludności znajduje się na stosunkowo niskim poziomie, co ogranicza zdolność nabywczą Ukraińców. Podtrzymujemy, że istotnej poprawy handlu na terenie Ukrainy będzie się raczej można spodziewać dopiero w kolejnym 2011 roku, niż w roku bieżącym. Wzmocnienie sprzedaży detalicznej w marcu bieżącego roku dało się odczuć na terenie Rosji, gdzie indeks wzrósł o 10,6% r/r. Najbardziej, bo aż o 4,7% r/r według lokalnego urzędu statystycznego wzrastała sprzedaż artykułów spożywczych (+4,7% r/r), mniej z kolei dóbr nie związanych z żywnością (+3,8% r/r). W przeciwieństwie do mniejszych gospodarek sprzedaż detaliczna Rosjan spadała znacznie mniej dynamicznie niż miało to miejsce na innych rynkach eksportowych Cersanitu. Wpływ na to miał stosunkowo niewielki spadek dochodu dyspozycyjnego ludności, którego wartość w roku 2009 miała średnią dynamikę 1,8% r/r, a w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku 7,2% r/r. Utrzymanie się wysokiego poziomu tego wskaźnika w przyszłości może zwiastować utrzymanie koniunktury w handlu w kolejnych miesiącach bieżącego roku. Korzystać z tego będą również producenci dóbr trwałych, w tym sprzedawcy płytek ceramicznych. Ci ostatni przyznają, że rynek rosyjski odbija się obecnie od dna. Wciąż jednak widoczna jest istotna konkurencja lokalnych producentów oraz stosunkowo niska płynność pośredników handlowych, co zwiększa ryzyko zawieranych transakcji sprzedaży.

Dynamika sprzedaży detalicznej na Ukrainie i w Rosji (%) (r/r)

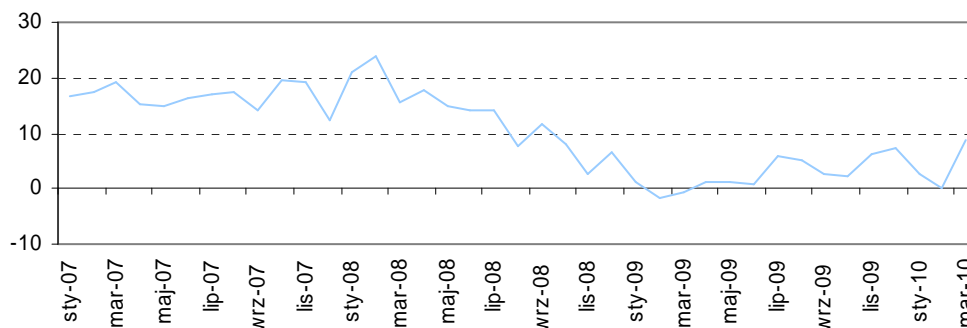


Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Rynek krajowy

Najlepiej spośród krajów regionu wydatki konsumpcyjne kształtowały się na terenie Polski, gdzie tylko w lutym i marcu 2009 roku dało się odczuć ujemną dynamikę sprzedaży. Ta w marcu po słabym lutym (+0,1% r/r) wzrosła do 8,7% r/r.

Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce (%) (r/r)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

W drugim kwartale bieżącego roku na wielkość sprzedaży płytek z pewnością wpływ miała mająca miejsce na początku kwietnia Wielkanoc. Również w kwietniu miała miejsce tragedia samolotu z polską delegacją w Smoleńsku. Wprowadzona całotygodniowa żałoba narodowa mogła naszym zdaniem przyczynić się do odłożenia w czasie decyzji o remoncie i odpowiednio niższym poziomie sprzedaży ceramiki łazienkowej. W maju niewielki wpływ na sprzedaż płytek i materiałów łazienkowych na terenie kraju miała powódź. Dotyczyło to głównie terenów południowej polski. Sądzymy natomiast, że powódź z maja bieżącego roku nie wpłynie w znaczącym stopniu na zwiększenie sprzedaży ceramiki łazienkowej w przyszłości. W odróżnieniu od roku 1997 powódź nie dotknęła znacząco dużych miast, co sprawia, że zniszczenia będą znacząco mniejsze.

Według informacji Grupy PSB ceny płytek ceramicznych w kwietniu wzrosły w granicach 2% m/m i były niższe o więcej jak 15% r/r. Popyt na materiały łazienkowe na rynku krajowym mimo poprawiającej się sytuacji gospodarczej wciąż jest ograniczony. W związku z tym producenci ceramiki podnoszenie cen produktów muszą łączyć ze spadkiem udziałów rynkowych. Presja na ceny jest znacznie mniejsza jak w roku poprzednim i dotyczy obecnie wyłącznie organizowanych przez producentów akcji promocyjnych (szczególnie dotyczy to produktów o niskiej marży). Obecny rok będzie raczej okresem stabilizacji w branży i raczej nie należy oczekiwać istotnej poprawy koniunktury.

Różnice kursowe w 2Q2010

O ile w pierwszym kwartale 2010 kursy walutowe powodowały przeszacowanie portfela kredytów w walutach obcych In minus, to obecne kształtowanie się kursów walutowych może działać In plus na wartość kredytów w złotówkach. Na dzień 25 maja 2010 kursy walutowe w porównaniu do 1Q2010 zmieniały się następująco EUR/PLN +6,1%, RON/PLN +3,4%, USD/PLN +17,2%, EUR/RON +1,8%, EUR/UAH -9,6% i UAH/PLN +17,4%. O ile w 1Q2010 przeszacowanie portfela kredytów według naszych szacunków wyniosło około -60 mln PLN, to przy obecnych relacjach przeszacowanie portfela kredytów wyniosłoby +74,3 mln PLN. Podobnie jak w drugim kwartale wpłynęłoby to na rachunek zysków i strat, tyle tylko że odwrotnie jak miało to miejsce w 1Q2010 działałoby to na zmniejszenie wyników.

Wycena

Wartość Spółki Cersanit szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 13,43 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	25%	10,59
Wycena DCF (PLN)	75%	13,05
	cena wynikowa	12,44
	cena docelowa za 9 m-cy	13,43

W wycenie przyjmujemy 25% wagę dla analizy porównawczej i 75% dla wyceny DCF.

Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/ EBITDA 2009	EV/ EBITDA 2010P	EV/ EBITDA 2011P	EV/ EBITDA 2012P
CERAMIC INDUSTRIES LTD	RPA	13,3	11,8	10,1	8,6	-	5,5	5,0	4,5
CERAMIKA NOWA GALA SA	Polska	14,7	12,5	9,4	9,1	7,3	6,7	5,9	6,1
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Tajlandia	16,2	13,0	11,4	9,8	8,5	7,0	6,3	5,6
EL EZZ CERAMICS & PORCELAIN	Egipt	89,4	40,6	31,9	21,3	6,8	7,2	7,0	6,6
GWA INTERNATIONAL LTD	Australia	17,2	16,7	13,7	11,9	10,5	9,7	8,4	7,6
HONG LEONG INDUSTRIES BHD	Malezja	19,6	7,4	6,6	-	-	-	-	-
HSIL LTD	Indie	-	12,5	9,0	6,6	-	6,4	5,3	4,4
IMERYYS SA	Francja	25,3	16,1	12,7	10,6	9,9	7,9	6,9	6,4
ITALTILE LTD	RPA	-	11,1	10,3	9,3	-	6,9	6,4	5,8
NORCROS PLC	W. Brytania	3,8	-	-	8,3	7,3	36,4	30,3	-
PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	Włochy	-	35,5	10,9	8,6	7,7	6,0	4,6	3,6
SHANGHAI CIMIC TILE CO -A	Chiny	-	117,5	83,9	78,3	-	-	-	-
SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	Tajlandia	16,2	14,8	13,1	11,9	10,0	8,8	7,8	7,7
Maksimum		89,4	117,5	83,9	78,3	10,5	36,4	30,3	7,7
Minimum		3,8	7,4	6,6	6,6	6,8	5,5	4,6	3,6
Mediana		16,2	13,9	11,1	9,5	8,1	7,0	6,4	5,9
Cersanit		-248,4	19,7*	14,0	11,3	11,0	9,4*	8,0	7,0
Premia (dyskonto)			29,6%	20,5%	15,6%		37,8%	29,3%	22,6%
Implikowana wycena									
Mediana		16,2	13,9	11,1	9,5	8,1	7,0	6,4	5,9
Dyskonto			0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%				50%	
Waga roku			20%	40%	40%		20%	40%	40%
Wartość firmy na jedną akcję		10,59							

Źródło: DI BRE Banku; * bez uwzględnienia efektu przeszacowania portfela kredytów na koniec 2010 roku (20 mln PLN)

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, YI-Lai. 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 sanitarnej. 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 jak 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. YI-Lai jest holdingiem specjalizującym się w sprzedaży i produkcji różnego rodzaju płytek, w tym również ceramicznych.

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 = 5,80% (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 czerwca 2010.
- Zakładamy, że Spółka do końca roku 2015 spłaci 426,4 mln PLN zadłużenia odsetkowego.
- W roku 2010 zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 118,0 mln PLN, wobec szacunków z poprzedniego raportu opiewających na 161,5 mln PLN. Obniżenie wydatków inwestycyjnych w 2010 roku jest związane z czasowym wstrzymaniem inwestycji w Rumuni, oraz na terenie Rosji.
- Efekt przeszacowania portfela kredytów na koniec roku szacujemy na poziomie -20 mln PLN (dodatni efekt w rachunku zysków i strat z przeszacowania portfela kredytów). Zakładany poziom kursów walutowych na koniec roku, to EUR/PLN 4,00; RON/PLN 0,97; USD/PLN 3,10; EUR/RON 4,15; EUR/UAH 10,00; UAH/PLN 0,40.

Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+	
Przychody ze sprzedaży	1 506,9	1 612,8	1 707,4	1 793,7	1 859,3	1 919,0	1 964,7	2 006,6	2 046,7	2 087,7	
zmiana	6,5%	7,0%	5,9%	5,1%	3,7%	3,2%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%	
EBITDA	323,3	369,0	409,3	436,4	456,7	475,5	490,2	503,8	516,9	510,3	
marża EBITDA	21,5%	22,9%	24,0%	24,3%	24,6%	24,8%	25,0%	25,1%	25,3%	24,4%	
Amortyzacja	116,1	117,0	121,8	123,4	124,3	125,2	126,2	127,1	128,0	128,9	
EBIT	207,1	252,0	287,5	312,9	332,4	350,3	364,1	376,7	388,9	381,4	
marża EBIT	13,7%	15,6%	16,8%	17,4%	17,9%	18,3%	18,5%	18,8%	19,0%	18,3%	
Opodatkowane EBIT	39,4	47,9	54,6	59,5	63,2	66,6	69,2	71,6	73,9	72,5	
NOPLAT	167,8	204,1	232,9	253,5	269,3	283,7	294,9	305,2	315,0	308,9	
CAPEX	-118,0	-169,0	-143,7	-135,3	-136,3	-137,2	-138,3	-139,3	-140,3	-128,9	
Kapitał obrotowy	-18,9	-25,9	-22,5	-20,0	-14,9	-13,3	-10,1	-9,1	-8,7	-8,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	146,9	126,3	188,5	221,6	242,5	258,4	272,7	283,9	294,1	300,2	
WACC	9,0%	9,0%	9,1%	9,2%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
współczynnik dyskonta	0,89	0,81	0,74	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,43	0,39	
PV FCF	130,1	102,4	139,8	150,1	149,9	145,7	140,3	133,2	125,9	117,2	
WACC	8,96%	9,04%	9,14%	9,23%	9,29%	9,34%	9,38%	9,40%	9,43%	9,45%	
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	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	
Premia za ryzyko	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	
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	33,3%	31,8%	30,0%	28,4%	27,3%	26,4%	25,6%	25,2%	24,8%	24,4%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
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)	4 030,6	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 725,5	0,0%	1,0%	2,0%	4,0%	5,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 303,5	WACC +1,0pp	9,19	10,08	11,19	14,43	16,95				
Wartość firmy (EV)	3 029,1	WACC +0,5pp	10,22	11,26	12,55	16,45	19,58				
Dług netto	1 145,8	WACC	11,36	12,57	14,10	18,84	22,81				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	12,64	14,05	15,87	21,72	26,86				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC 1,0PP	14,07	15,74	17,92	25,24	32,08				
Wartość firmy	1 883,3										
Liczba akcji (mln.)	144,3										
Wartość firmy na akcję (PLN)	13,05										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%										
Cena docelowa	14,10										
EV/EBITDA dla ceny docelowej	9,8										
P/E (*10) dla ceny docelowej	16,6										
Udział TV w EV	57,0%										

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	1 455,2	1 517,3	1 415,2	1 506,9	1 612,8	1 707,4	1 793,7	1 859,3	1 919,0	1 964,7
zmiana	91,4%	4,3%	-6,7%	6,5%	7,0%	5,9%	5,1%	3,7%	3,2%	2,4%
Płytki ceramiczne	985,5	1 030,2	901,8	955,9	1 032,4	1 104,6	1 170,9	1 217,7	1 260,4	1 291,9
Ceramika sanitarna	300,3	303,5	341,6	368,9	391,0	406,7	420,9	433,5	444,4	453,3
Artykuły około ceramiczne	169,5	183,6	171,8	182,1	189,4	196,1	201,9	208,0	214,2	219,6
Koszty wytworzenia	825,1	872,8	846,6	896,6	943,5	990,3	1 040,4	1 078,4	1 113,0	1 139,5
Koszty zarządu	122,1	112,4	109,2	108,2	112,0	115,2	118,2	120,3	122,2	123,7
Koszty sprzedaży	268,3	305,1	285,8	295,0	305,4	314,3	322,3	328,2	333,4	337,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-7,7	6,8	-5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	232,1	233,9	168,1	207,1	252,0	287,5	312,9	332,4	350,3	364,1
zmiana	35,1%	0,8%	-28,1%	23,2%	21,7%	14,1%	8,8%	6,2%	5,4%	3,9%
marża EBIT	15,9%	15,4%	11,9%	13,7%	15,6%	16,8%	17,4%	17,9%	18,3%	18,5%
Wynik na działalności finansowej	-67,1	-204,3	-151,6	-60,8	-73,8	-67,1	-62,2	-58,5	-55,3	-53,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	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	0,0
Zysk brutto	164,9	29,6	-8,1	146,4	178,1	220,4	250,7	273,9	295,0	310,8
Podatek dochodowy	25,9	24,3	0,4	24,0	33,8	41,9	47,6	52,0	56,1	59,1
Udziałowcy mniejszościowi	18,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	121,1	7,7	-8,1	122,4	144,3	178,6	203,1	221,9	239,0	251,8
zmiana	-17,3%	-93,6%	-205,5%	-1605,1%	17,9%	23,7%	13,7%	9,3%	7,7%	5,4%
marża	8,3%	0,5%	-0,6%	8,1%	8,9%	10,5%	11,3%	11,9%	12,5%	12,8%
Amortyzacja	92,5	105,8	116,6	116,1	117,0	121,8	123,4	124,3	125,2	126,2
EBITDA	324,6	339,7	284,7	323,3	369,0	409,3	436,4	456,7	475,5	490,2
zmiana	51,4%	4,7%	-16,2%	13,5%	14,2%	10,9%	6,6%	4,7%	4,1%	3,1%
marża EBITDA	22,3%	22,4%	20,1%	21,5%	22,9%	24,0%	24,3%	24,6%	24,8%	25,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	132,9	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3
EPS	0,9	0,1	-0,1	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,7
CEPS	1,6	0,8	0,8	1,7	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
ROAE	14,4%	0,7%	-0,8%	10,3%	10,8%	12,3%	13,1%	13,7%	14,2%	14,6%
ROAA	4,9%	0,2%	-0,3%	4,6%	5,4%	6,5%	7,3%	7,9%	8,4%	8,7%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	2 477,0	3 286,1	2 625,4	2 688,6	2 691,2	2 739,0	2 791,0	2 815,1	2 830,6	2 882,2
Majątek trwały	1 363,0	1 628,0	1 570,7	1 572,6	1 624,5	1 646,4	1 658,3	1 670,2	1 682,2	1 694,3
Wartość niematerialne i prawne	283,8	396,6	383,1	385,0	386,9	388,8	390,8	392,7	394,7	396,7
Rzeczowe aktywa trwałe	1 061,0	1 205,4	1 165,4	1 165,4	1 215,4	1 235,4	1 245,2	1 255,2	1 265,2	1 275,4
Wartość firmy	0,0	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	0,0
Inwestycje długoterminowe	4,1	6,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Długoterminowe RM	14,1	19,9	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Majątek obrotowy	1 114,0	1 658,2	1 054,7	1 116,0	1 066,7	1 092,5	1 132,8	1 144,9	1 148,4	1 188,0
Zapasy	269,9	413,7	397,7	406,3	420,5	432,9	443,8	451,9	459,2	464,7
Należności krótkoterminowe	443,0	516,5	546,5	564,2	584,1	601,2	616,4	627,6	637,7	645,3
Inwestycje krótkoterminowe	1,9	1,8	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Środki pieniężne	388,9	716,8	106,3	141,3	57,8	54,2	68,3	61,1	47,3	73,7
Krótkoterminowe RM	10,4	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
PASYWA	2 477,0	3 286,1	2 625,4	2 688,6	2 691,2	2 739,0	2 791,0	2 815,1	2 830,6	2 882,2
Kapitał własny	842,6	1 036,5	1 066,2	1 188,5	1 332,8	1 453,7	1 549,6	1 619,2	1 680,6	1 729,3
Kapitał akcyjny	13,3	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Kapitał zapasowy	672,7	1 112,7	1 279,0	1 279,0	1 279,0	1 279,0	1 279,0	1 279,0	1 279,0	1 279,0
Zysk z lat ubiegłych	68,2	-5,9	-173,3	-50,9	93,4	214,2	310,1	379,7	441,2	489,8
Udziały mniejszości	160,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	514,0	1 172,6	947,2	880,6	780,7	700,7	650,7	600,7	550,7	550,7
Dług	506,2	1 172,6	946,5	880,0	780,0	700,0	650,0	600,0	550,0	550,0
Zobowiązania krótkoterminowe	924,4	1 058,1	611,2	618,6	576,8	583,8	590,0	594,5	598,5	601,5
Zobowiązania handlowe	317,8	368,0	341,3	348,7	356,8	363,8	370,0	374,5	378,5	381,5
Dług	606,6	690,1	269,9	269,9	220,0	220,0	220,0	220,0	220,0	220,0
Rezerwy na zobowiązania	34,8	16,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe	1,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	1 112,8	1 862,7	1 216,4	1 149,9	1 000,0	920,0	870,0	820,0	770,0	770,0
Dług netto	723,9	1 145,8	1 110,2	1 008,6	942,2	865,8	801,7	758,9	722,7	696,3
(Dług netto / Kapitał własny)	85,9%	110,6%	104,1%	84,9%	70,7%	59,6%	51,7%	46,9%	43,0%	40,3%
(Dług netto / EBITDA)	2,2	3,4	3,9	3,1	2,6	2,1	1,8	1,7	1,5	1,4
BVPS	6,3	7,2	7,4	8,2	9,2	10,1	10,7	11,2	11,7	12,0



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	173,8	99,1	157,9	280,3	309,3	344,9	368,7	389,8	406,2	421,1
Zysk netto	121,1	7,7	-8,1	122,4	144,3	178,6	203,1	221,9	239,0	251,8
Amortyzacja	92,5	105,8	116,6	116,1	117,0	121,8	123,4	124,3	125,2	126,2
Odsetki i udziały w zyskach	39,1	51,2	67,7	80,8	73,8	67,1	62,2	58,5	55,3	53,2
Kapitał obrotowy	-75,5	-105,9	-82,0	-18,9	-25,9	-22,5	-20,0	-14,9	-13,3	-10,1
Pozostałe	-3,4	40,4	63,6	-20,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,0	-0,0
Przepływy inwestycyjne	-619,45	-318,73	-118,20	-118,04	-168,97	-143,71	-135,26	-136,25	-137,25	-138,25
CAPEX	-310,97	-66,62	-121,08	-118,05	-168,97	-143,71	-135,26	-136,25	-137,25	-138,25
Inwestycje kapitałowe	-569,52	-250,19	0,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	415,8	515,6	-654,9	-127,3	-223,7	-204,8	-219,4	-260,8	-282,8	-256,4
Dług	342,0	381,7	-705,5	-127,3	-223,7	-147,1	-112,2	-108,5	-105,3	-53,2
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-57,7	-107,1	-152,3	-177,5	-203,1
Pozostałe	73,7	133,9	50,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-29,9	295,9	-615,2	35,0	-83,4	-3,6	14,1	-7,2	-13,9	26,5
Środki pieniężne na koniec okresu	388,9	716,8	106,3	141,3	57,8	54,2	68,3	61,1	47,3	73,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	1,1	1,2	1,4
FCF	-106,0	-24,8	89,4	146,9	126,3	188,5	221,6	242,5	258,4	272,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-21,4%	-4,4%	-8,6%	-7,8%	-10,5%	-8,4%	-7,5%	-7,3%	-7,2%	-7,0%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	15,4	262,1	-248,4	16,5	14,0	11,3	9,9	9,1	8,5	8,0
P/CE	8,7	17,8	18,6	8,5	7,7	6,7	6,2	5,8	5,5	5,3
P/BV	2,2	1,9	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2
P/S	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
FCF/EV	-4,1%	-0,8%	2,9%	4,9%	4,3%	6,5%	7,9%	8,7%	9,4%	10,0%
EV/EBITDA	8,0	9,3	11,0	9,4	8,0	7,0	6,5	6,1	5,8	5,5
EV/EBIT	11,1	13,5	18,6	14,6	11,8	10,0	9,0	8,4	7,8	7,5
EV/S	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	5,3%	7,5%	8,8%	10,1%
Cena (PLN)	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	132,9	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3	144,3
MC (mln PLN)	1 861,2	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6	2 019,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	160,1	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 425,1	3 163,1	3 129,7	3 028,2	2 961,8	2 885,3	2 821,2	2 778,5	2 742,3	2 715,8



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.klischcz@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
micchal.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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
micchal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@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 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 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Cersanit

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2010-04-01
kurs z dnia rekomendacji	16,03
WIG w dniu rekomendacji	42446,51