

13 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu


**Pozostałe**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>73,80 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>71,10 PLN</b>
Kapitalizacja	3,69 mld PLN
Free float	1,25 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,46 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Framondi	66,00%
ING NN Polska OFE	10,40%
AVIVA OFE	7,31%
Pozostali	16,29%

**Strategia dotycząca sektora**

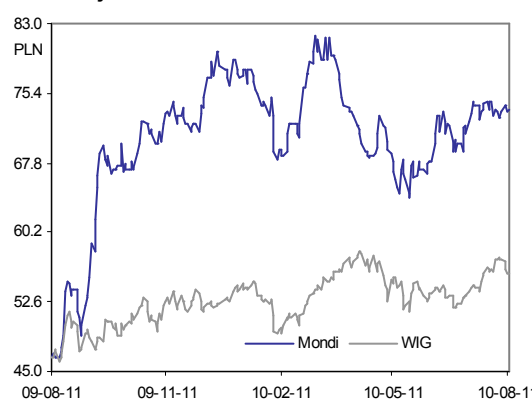
Sektor papierniczy należy do branż cyklicznych. Ożywienie w przemyśle oraz słabnące Euro w relacji do USD pomaga europejskim producentom papieru. Szybko rosnące ceny makulatury ograniczają jednak pozytywny wzrost cen papieru.

**Profil spółki**

Mondi produkuje papier do produkcji tektury falistej oraz worki papierowe. W strukturze sprzedaży największą pozycję zajmuje kraftliner (45%) - druga stanowi fluting z 29% udziałem. 70% przychodów pochodzi ze sprzedaży na rynki eksportowe: Włochy, Niemcy, WB, Francja, Benelux.

**Ważne daty**

02.11.2010 - raport za 3Q2010  
25.02.2011 - raport roczny za 2010

**Kurs akcji Mondi na tle WIG**

**Michał Marczak**

(48 22) 697 47 38  
michal.marczak@dibre.com.pl  
www.dibre.com.pl

# Mondi Świecie Trzymaj

CELA.WA; MSC.PW

(Podtrzymana)

## Papier w cenie

Rosnąca cena papieru przy jednoczesnym wyhamowaniu wzrostu cen makulatury rozszerza marżę operacyjną spółki i zapowiada kolejne dobre kwartały. Korzystna dla spółki sytuacja na rynku papieru powinna utrzymać się jeszcze co najmniej do 1Q2011, nawet przy uwzględnieniu zakładanego przez nas spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej w 2H2010. Uwzględniając taki scenariusz podwyższamy tegoroczną prognozę zysku netto Świecia z 196 do 213,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę obecną cenę akcji (P/E 2011 równe 12,0 przy agresywnej prognozie wzrostu zysków) uważamy, że pozytywne trendy są już zdyskontowane przez inwestorów. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

**Wyniki za 2Q2010**

Wyniki spółki za 2Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami i istotnie lepsze w stosunku do poprzedniego kwartału i oczekiwań rynkowych. Spółka wypracowała przychody na poziomie 568 mln PLN (+19,8% q/q), EBITDA równą 132 mln PLN (+90% q/q) i zysk netto w wysokości 59,3 mln PLN (+234% q/q).

**Ceny papieru i makulatury**

Silnie skorelowane z sytuacją w europejskim przemyśle ceny papieru do produkcji tektury falistej kontynuują trend wzrostowy. Średnie ceny koszyka produktowego w obszarze papierów CCM za 3Q (w PLN) są o 4,8% wyższe w relacji do poprzedniego kwartału. Również marża liczona jako różnica w cenie testlinera i makulatury OCC rośnie o 4% q/q. Zwracamy jednak uwagę, że w drugiej połowie lipca i sierpniu ceny testlinera i flutingu wyhamowały wzrost (-1%), umocnił się PLN w relacji do Euro a wspomniana marża obniżyła się do 880 PLN z 990 PLN pod koniec czerwca. Zakładamy, że jest to jedynie chwilowe osłabienie, które w kolejnych miesiącach powróci do trendu wzrostowego - będziemy monitorować dalsze zachowanie się rynku i odnosić je do prognoz.

**Kolejne kwartały**

Obok działalności podstawowej w 2H spółka rozliczy transakcje sprzedaży „nadwyżkowych” uprawnień do emisji CO2, co zwiększy zysk brutto o ok. 9 mln PLN. W prezentacji kwartalnej Mondi Group zapowiada przestój konserwacyjny MP7 w okresie letnim, co powinno zmniejszyć sprzedaż wolumenową w 3Q. W ujęciu całorocznym oczekujemy, że wyniesie ona 420 tys. ton (197 tys. ton w 1H2010).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 406,3	1 360,8	2 108,4	2 301,2	2 274,4
EBITDA	305,5	217,9	431,4	522,2	507,5
marża EBITDA	21,7%	16,0%	20,5%	22,7%	22,3%
EBIT	194,7	99,6	260,1	350,6	339,9
Zysk netto	141,2	71,4	213,5	308,0	301,9
DPS	0,0	0,0	0,0	4,3	6,2
P/E	26,1	51,6	17,3	12,0	12,2
P/CE	14,6	19,4	9,6	7,7	7,8
P/BV	3,5	3,1	2,6	2,5	2,5
EV/EBITDA	13,0	20,0	10,0	8,0	8,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	8,4%

## Ceny papieru pomagają, rośnie marża testliner - OCC

Wyniki spółki za 2Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami i istotnie lepsze w stosunku do poprzedniego kwartału i oczekiwań rynkowych. Spółka wypracowała przychody na poziomie 568 mln PLN (+19,8% q/q), EBITDA równą 132 mln PLN (+90% q/q) i zysk netto w wysokości 59,3 mln PLN (+234% q/q). W prognozie zakładaliśmy odpowiednio: 546/117,5/58 mln PLN. W 2Q2010 spółka nie zapłaciła podatku, co istotnie wpłynęło na poziom wyniku netto i co było efektem rozliczenia ulgi inwestycyjnej związanej z inwestycją (MP7) w specjalnej strefie ekonomicznej. W kolejnych kwartałach oczekujemy, że efektywna stopa podatkowa wyniesie ok. 6%. Łącznie spółka może odpisać od podatku 220 mln PLN.

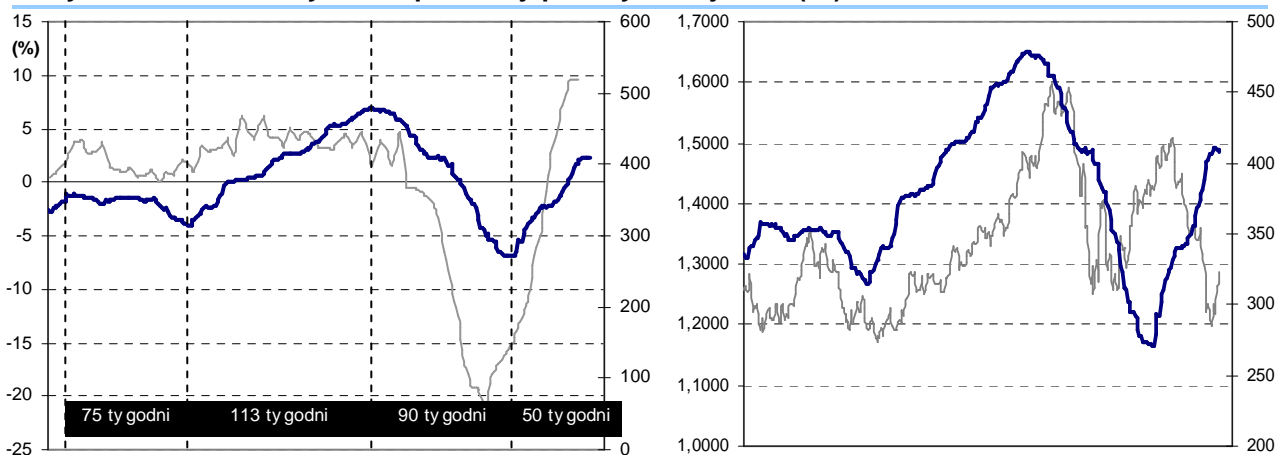
### Wyniki spółki za 2Q2010 na tle oczekiwań

(mln PLN)	IIQ2010			IIQ2009	zmiana r/r	IH2010P	IH2009	zmiana
	Raport	DI BRE	PAP					
Przychody	567,9	546,3	550,0	295,6	192,1%	1 041,9	612,0	70,2%
EBITDA	132,0	117,5	110,0	37,5	351,5%	201,3	74,5	170,3%
marża	23,2%	21,5%	20,0%	12,7%	-	12,2%	12,2%	-
EBIT	92,6	79,3	63,5	11,5	808,3%	123,7	22,3	455,0%
Zysk brutto	59,3	63,3	-	14,1	421,0%	75,9	9,9	669,2%
Zysk netto	59,3	58,2	48,7	11,7	505,2%	77,1	7,9	870,1%

Źródło: DI BRE Banku, Mondi Świecie, PAP

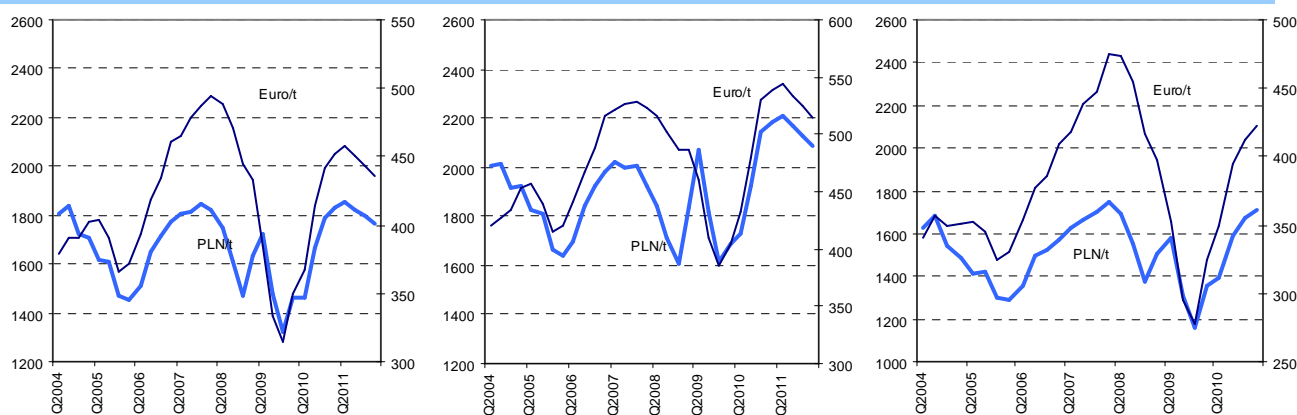
Spółce pomagał wzrost cen papieru do produkcji tektury falistej. Średnia ważona cen liczonych w Euro wzrosła r/r o 11%, a bez uwzględnienia zmiany struktury asortymentowej (nowa maszyna produkuje tańszy papier makulaturowy) o 20%. Na załączonym poniżej wykresie wyraźnie widać zależność pomiędzy cenami papieru (tu testliner) a dynamiką produkcji przemysłowej w UE, która jest głównym odbiorcą produktów Świecia. Papiery produkowane przez spółkę służą jako opakowania produktów wytwarzanych przez przemysł, przede wszystkim w takich krajach jak Włochy, Niemcy, Francja, WB, Polska. Widać również, że punkt w którym dynamika produkcji przemysłowej „zawraca” w cyklu wyprzedza o kilka miesięcy „zwrot” cen na rynku papieru. Słabsze wskazania jako wskaźnik wyprzedzający daje korelacja z kursem USD/Euro.

### Ceny testlinera na tle dynamiki produkcji przemysłowej w UE (r/r)



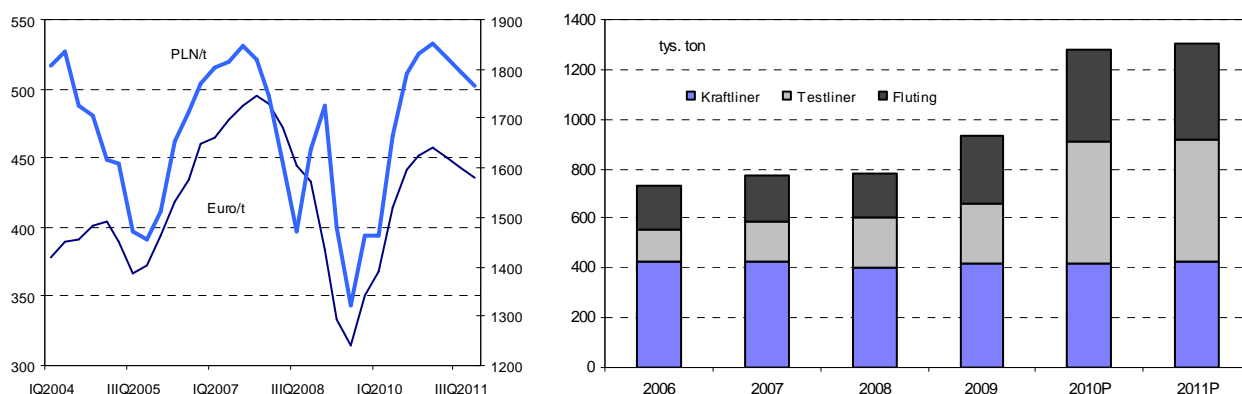
Źródło: FOEX, DI BRE Banku SA

Na przykładzie testlinera prezentujemy również długość ostatnich cykli na rynku papieru CCM. Obecny trend wzrostowy trwa już 50 tygodni, tj. nadal istotnie krócej niż poprzednie trzy fale wzrostowe/spadkowe. W naszych prognozach zakładamy, że w związku z opóźnieniem w relacji do sytuacji w przemyśle i uwzględniając długość poprzednich fal wzrostowych obecny trend utrzyma się do końca 1Q2011, a następnie rynek wejdzie w fazę spadkową. Przy założeniu, że cena testlinera na koniec 2011 wyniesie 410 Euro/t, średnioroczna cena koszyka produktowego Świecia w przyszłym roku wzrośnie o 6,6% w relacji do średniej z 2010.

**Ceny papieru na rynku europejskim: kraftliner (l), testliner (ś), fluting (p) i prognoza DI BRE na 2010**


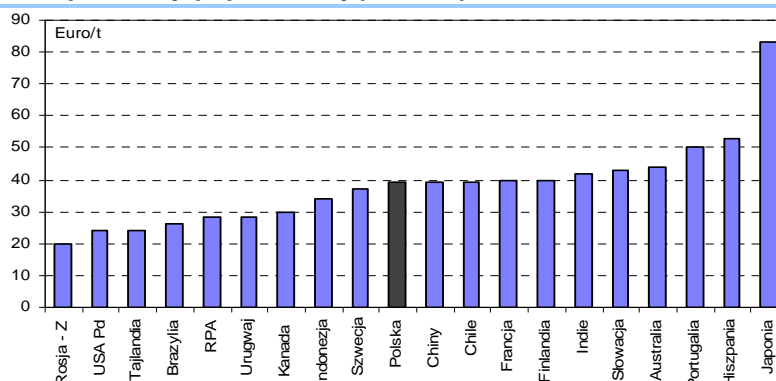
Źródło: FOEX, DI BRE Banku SA

W 1H2010 spółka raportuje wzrost wolumenu sprzedaży o 217,4 tys. ton, tj. o 50% r/r. Z wielkości tej 197 tys. ton pochodzi z produkcji na nowej maszynie MP7 (papier makulaturowy, testliner, fluting). Ponadto blisko trzykrotnie wzrosła produkcja papieru do produkcji worków.

**Ceny papieru (koszyk produktowy Mondī Świecie) i struktura produkcji papierów CCM**


Źródło: FOEX, DI BRE Banku SA, Mondī Świecie

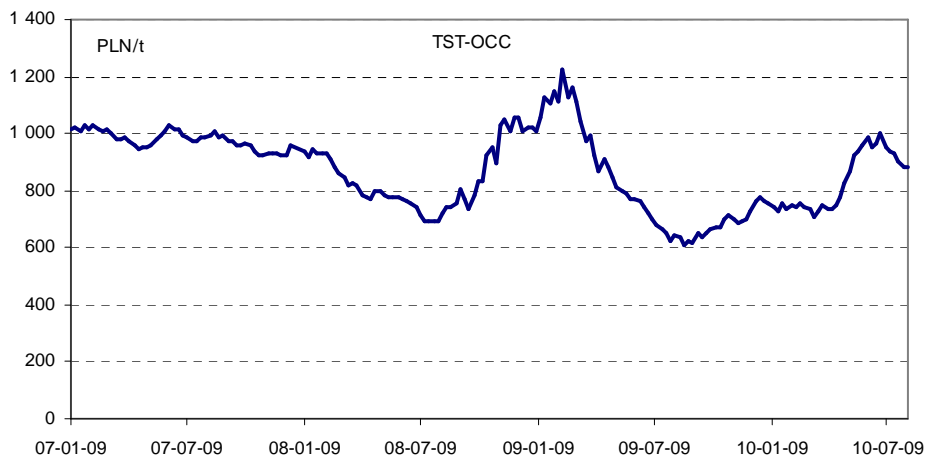
Obok cen papieru drożały ceny surowca. Średnia cena drewna wzrosła w stosunku do 1H2009 o 23% (spółka zwiększyła m.in. zakupy z importu, przy braku wystarczającej podaży z lasów Państwowych) a makulatury o 192%. Spółka zakupiła w tym czasie 405 tys. ton makulatury tj. o blisko 100% więcej niż przed rokiem (do produkcji na nowej maszynie). Wg naszych szacunków roczne zużycie makulatury przez Świecie to ok. 68% makulatury odzyskiwanej rocznie w całej Polsce. Skutkuje to koniecznością wspierania się przez spółkę importem i stwarza presję na ceny w całym regionie (podobne zdolności produkcyjne zostały otwarte również na Węgrzech i w Niemczech).

**Cena drewna do produkcji papierniczej (4Q2009)**


Źródło: Mondī Group

Teoretyczna marża, liczona jako różnica między ceną testlinera a ceną makulatury OCC nadal utrzymuje trend wzrostowy, chociaż w ostatnim miesiącu obniżyła się do 880 PLN, m.in. za sprawą umocnienia PLN i wyhamowania wzrostu cen testlinera. Dotychczas średnia marża za 3Q jest o 4% wyższa w stosunku do poprzedniego kwartału. Dalsze obniżanie się marży będzie stwarzać ryzyko negatywnych zaskoczeń w wynikach za 3 i 4Q 2010.

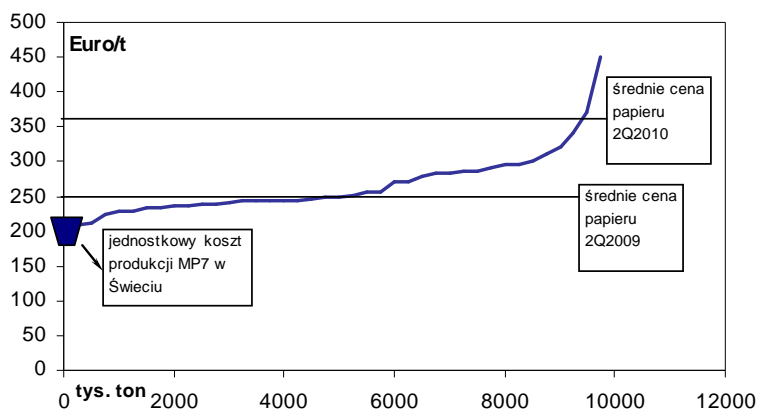
### Teoretyczna marża na sprzedaży testlinera



Źródło: DI BRE Banku SA, FOEX

Mimo wzrostu cen makulatury Świecie utrzymuje swoją wysoką konkurencyjność. Jak podaje Mondi Group w 1Q2010 nowa maszyna zainstalowana w Świeciu (MP7) miała najniższy jednostkowy koszt produkcji w Europie. Obecnie jej obłożenie wzrosło do ponad 84%. Zwracamy przy tym uwagę, że w 2Q2009 gro europejskiej produkcji była nierentowna (średnia cena sprzedaży testlinera wynosiła ok. 250 Euro/t, cena FOEX – 15% dyskonta). Obecnie sytuacja uległa zasadniczej zmianie i jedynie niespełna 0,5 mln ton zdolności produkcyjnych może przynosić straty. Utrzymanie się dobrej koniunktury zapewne uruchomi wkrótce proces inwestycyjny.

### Jednostkowy koszt produkcji na tle skumulowanej zdolności produkcyjnej dla europejskich producentów testlinera (*cost curve*) w 1Q2010



Źródło: Mondi Group

W omawianym okresie spółka nie zabezpieczała ryzyka kursowego (w 1H2009 ujemny wpływ na poziom przychodów w wysokości 100 mln PLN). Spółka sprzedała prawa do emisji CO2-łącznie 150 tys. ton i wykaże z tego tytułu zysk (ok. 9 mln PLN) w 2H2010 (wrzesień, grudzień rozliczenie).

## Wycena

Na bazie modelu DCF i wyceny wskaźnikowej bieżącą cenę jednej akcji Mondi Świecie szacujemy na 65,8 PLN, co implikuje cenę docelową za 9-mcy na poziomie 71,1 PLN. W stosunku do dotychczasowej wyceny pozytywny wpływ na jej obecny poziom miało podwyższenie prognoz wyników na br., przesunięcie wyceny w czasie oraz wycena porównawcza.

Poniżej prezentujemy główne założenia przyjęte do przygotowania prognozy wyników spółki.

### Założenia do prognozy wyników spółki

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 444,0</b>	<b>1 518,7</b>	<b>1 406,3</b>	<b>1 360,8</b>	<b>2 108,4</b>	<b>2 301,2</b>	<b>2 274,4</b>
<i>zmiana</i>	12,6%	5,2%	-7,4%	-3,2%	54,9%	9,1%	-1,2%
Papieru	1 444	1 519	1 406	1 361	1 962	2 152	2 122
Pozostałe	99	124	115	127	146	149	152
Średnia cena papieru (EURO/t)	415,6	435,1	441,2	296,2	368,9	394,3	388,5
<i>zmiana</i>	10,4%	4,7%	1,4%	-32,9%	24,5%	6,9%	-1,5%
Średnia cena papieru (PLN/t)	1 640,8	1 649,5	1 551,1	1 281,5	1 484,8	1 587,2	1 564,0
<i>zmiana</i>	8,8%	0,5%	-6,0%	-17,4%	15,9%	6,9%	-1,5%
Średnioroczny kurs Euro/PLN	3,95	3,79	3,52	4,33	4,03	4,03	4,03
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	819,4	845,3	832,6	962,5	1 321,3	1 355,7	1 356,8
<i>zmiana</i>	2,5%	3,2%	-1,5%	15,6%	37,3%	2,6%	0,1%
Jednostkowy koszt produkcji bez amort.	947,2	1 053,9	1 030,1	929,0	1 047,5	1 086,2	1 077,7
<i>zmiana</i>	3,4%	11,3%	-2,3%	-9,8%	12,7%	3,7%	-0,8%

Źródło: DI BRE Banku SA

(PLN)	Waga	Wycena
Wycena wskaźnikowa	50%	65,9
Wycena DCF	50%	65,7
Wycena		65,8
<b>Cena docelowa (9-mcy)</b>		<b>71,1</b>

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Implikowana wycena na akcję	21	56	58	73	88	88	31	65	74
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Premia/dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		45%			10%			45%	
<b>Wycena</b>	<b>65,9</b>	<b>57,1</b>			<b>88,0</b>			<b>69,9</b>	



## Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 108,4</b>	<b>2 301,2</b>	<b>2 274,4</b>	<b>2 237,8</b>	<b>2 299,1</b>	<b>2 403,6</b>	<b>2 474,1</b>	<b>2 525,1</b>	<b>2 578,7</b>	
zmiana	54,9%	9,1%	-1,2%	-1,6%	2,7%	4,5%	2,9%	2,1%	2,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>431,4</b>	<b>522,2</b>	<b>507,5</b>	<b>524,9</b>	<b>542,8</b>	<b>574,7</b>	<b>597,5</b>	<b>614,0</b>	<b>632,3</b>	
marża EBITDA	20,5%	22,7%	22,3%	23,5%	23,6%	23,9%	24,1%	24,3%	24,5%	
Amortyzacja	171,3	171,6	167,6	164,9	162,3	159,9	157,9	156,2	156,2	
<b>EBIT</b>	<b>260,1</b>	<b>350,6</b>	<b>339,9</b>	<b>360,0</b>	<b>380,5</b>	<b>414,8</b>	<b>439,5</b>	<b>457,8</b>	<b>476,1</b>	
marża EBIT	12,3%	15,2%	14,9%	16,1%	16,6%	17,3%	17,8%	18,1%	18,5%	
Opodatkowanie EBIT	15,3	14,5	14,3	14,2	72,3	78,8	83,5	87,0	90,5	
<b>NOPLAT</b>	<b>244,9</b>	<b>336,1</b>	<b>325,5</b>	<b>345,8</b>	<b>308,2</b>	<b>336,0</b>	<b>356,0</b>	<b>370,8</b>	<b>385,6</b>	<b>393,3</b>
CAPEX	-254,5	-92,0	-113,7	-111,9	-115,0	-120,2	-123,7	-156,2	-156,2	-156,2
Kapitał obrotowy	-102,5	-30,2	3,4	-4,9	-7,4	-12,3	-8,8	-6,5	-6,5	-6,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
<b>FCF</b>	<b>59,1</b>	<b>385,4</b>	<b>382,9</b>	<b>394,0</b>	<b>348,1</b>	<b>363,4</b>	<b>381,5</b>	<b>364,3</b>	<b>379,1</b>	<b>386,6</b>
WACC	9,8%	10,1%	10,2%	10,3%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	9,8%
współczynnik dyskonta	91,0%	82,7%	75,1%	68,1%	61,8%	56,1%	50,8%	46,1%	41,7%	42,0%
PV FCF	53,8	318,7	287,4	268,3	215,2	203,8	193,9	167,8	158,2	2 093,1
<b>WACC</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,8%</b>
Koszt długu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,1%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%
Premia za ryzyko	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Efektywna stopa podatkowa	5,9%	4,1%	4,2%	3,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	19,8%	15,4%	13,8%	11,7%	11,4%	9,8%	8,4%	8,1%	7,8%	15,0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy				2,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)				4 988,2	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				2 093,1	<b>-1,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				1 867,1	WACC +1,0pp	51,5	54,1	61,0	71,9	80,2
Wartość firmy (EV)				3 960,1	WACC +0,5pp	54,8	57,7	65,7	78,7	89,0
Dług netto				676,9	WACC	58,4	61,7	<b>71,0</b>	86,7	99,6
Inne aktywa nieoperacyjne				0,0	WACC -0,5pp	62,3	66,1	77,0	96,2	112,6
Udziałowcy mniejszościowi				0,0	WACC -01,0pp	66,6	71,1	84,0	107,7	129,1
Wartość firmy				3 283,3						
Liczba akcji (mln.)				50,0						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>				<b>65,7</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego				0,0%						
<b>Cena docelowa</b>				<b>71,0</b>						
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej				9,8						
P/E(*10) dla ceny docelowej				16,6						
Udział TV w EV				47%						

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 518,7</b>	<b>1 406,3</b>	<b>1 360,8</b>	<b>2 108,4</b>	<b>2 301,2</b>	<b>2 274,4</b>	<b>2 237,8</b>
<i>zmiana</i>	5,2%	-7,4%	-3,2%	54,9%	9,1%	-1,2%	-1,6%
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>984,9</b>	<b>968,5</b>	<b>1 012,5</b>	<b>1 555,3</b>	<b>1 644,1</b>	<b>1 629,9</b>	<b>1 575,6</b>
Koszty zarządu	90,4	99,8	83,5	85,2	89,1	88,6	87,8
Koszty sprzedaży	150,1	143,7	165,4	210,8	220,4	219,1	217,4
Pozostała działalność operacyjna netto	2,5	0,4	0,1	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>EBIT</b>	<b>295,7</b>	<b>194,7</b>	<b>99,6</b>	<b>260,1</b>	<b>350,6</b>	<b>339,9</b>	<b>360,0</b>
<i>zmiana</i>	-9,4%	-34,1%	-48,8%	161,1%	34,8%	-3,1%	5,9%
<i>marża EBIT</i>	19,5%	13,8%	7,3%	12,3%	15,2%	14,9%	16,1%
Wynik na działalności finansowej	8,1	-20,1	-25,0	-33,3	-29,3	-24,6	-21,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>303,8</b>	<b>174,6</b>	<b>74,6</b>	<b>226,8</b>	<b>321,3</b>	<b>315,3</b>	<b>338,3</b>
Podatek dochodowy	-57,6	-33,5	-3,2	-13,3	-13,3	-13,3	-13,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
<b>Zysk netto</b>	<b>246,2</b>	<b>141,2</b>	<b>71,4</b>	<b>213,5</b>	<b>308,0</b>	<b>301,9</b>	<b>324,9</b>
<i>zmiana</i>	-8,8%	-42,7%	-49,4%	199,0%	44,3%	-2,0%	7,6%
<i>marża</i>	16,2%	10,0%	5,2%	10,1%	13,4%	13,3%	14,5%
Amortyzacja	104,3	110,8	118,3	171,3	171,6	167,6	164,9
<b>EBITDA</b>	<b>400,0</b>	<b>305,5</b>	<b>217,9</b>	<b>431,4</b>	<b>522,2</b>	<b>507,5</b>	<b>524,9</b>
<i>zmiana</i>	-7,9%	-23,6%	-28,7%	98,0%	21,0%	-2,8%	3,4%
<i>marża EBITDA</i>	26,3%	21,7%	16,0%	20,5%	22,7%	22,3%	23,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	51,0
EPS	4,9	2,8	1,4	4,3	6,2	6,0	6,5
CEPS	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
ROAE	24,8%	13,8%	6,3%	16,5%	21,3%	20,3%	21,7%
ROAA	18,1%	8,7%	3,4%	8,8%	11,9%	11,7%	12,7%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 367,1</b>	<b>1 881,4</b>	<b>2 279,7</b>	<b>2 555,4</b>	<b>2 621,6</b>	<b>2 561,6</b>	<b>2 569,5</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>891,6</b>	<b>1 476,2</b>	<b>1 839,1</b>	<b>1 922,5</b>	<b>1 843,2</b>	<b>1 789,4</b>	<b>1 736,6</b>
Wartości niematerialne i prawne	7,5	5,9	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Rzeczowe aktywa trwałe	868,8	1 445,3	1 821,2	1 904,4	1 824,8	1 770,9	1 717,9
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	4,8	2,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Długoterminowe RM	10,6	22,1	10,7	10,9	11,1	11,3	11,5
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>475,4</b>	<b>405,2</b>	<b>440,6</b>	<b>632,9</b>	<b>778,4</b>	<b>772,1</b>	<b>832,9</b>
Zapasy	129,4	140,7	174,4	234,3	255,7	252,7	248,6
Należności krótkoterminowe	283,9	228,5	234,6	363,7	397,0	392,3	386,0
Inwestycje krótkoterminowe	62,1	15,3	30,5	33,9	124,8	126,0	197,2
Krótkoterminowe RM	0,0	20,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 367,1</b>	<b>1 881,5</b>	<b>2 279,7</b>	<b>2 555,4</b>	<b>2 621,6</b>	<b>2 561,6</b>	<b>2 569,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>981,9</b>	<b>1 066,0</b>	<b>1 184,5</b>	<b>1 397,9</b>	<b>1 492,5</b>	<b>1 486,4</b>	<b>1 509,4</b>
Kapitał akcyjny	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Kapitał zapasowy	672,6	918,7	1 062,2	1 133,6	1 133,6	1 133,6	1 133,6
Zysk z lat ubiegłych	249,3	144,0	72,2	214,3	308,8	302,8	325,8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,0</b>	<b>196,0</b>	<b>674,3</b>	<b>650,0</b>	<b>550,0</b>	<b>500,0</b>	<b>500,0</b>
Dług	0,0	196,0	674,3	650,0	550,0	500,0	500,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>300,0</b>	<b>538,6</b>	<b>345,3</b>	<b>465,0</b>	<b>536,7</b>	<b>532,7</b>	<b>517,7</b>
Zobowiązania handlowe	251,9	428,6	312,3	432,0	455,7	450,7	434,7
Dług	48,1	110,0	33,0	33,0	80,0	80,0	80,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Dług	48,1	306,0	707,3	683,0	630,0	580,0	580,0
Dług netto	-14,0	290,7	676,9	649,1	505,2	454,0	382,8
(Dług netto / Kapitał własny)	-1,4%	27,3%	57,1%	46,4%	33,9%	30,5%	25,4%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	1,0	3,1	1,5	1,0	0,9	0,7
<b>BVPS</b>	<b>19,6</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>28,0</b>	<b>29,8</b>	<b>29,7</b>	<b>30,2</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>328,8</b>	<b>403,6</b>	<b>177,4</b>	<b>282,2</b>	<b>449,4</b>	<b>473,0</b>	<b>485,0</b>
Zysk netto	246,2	141,2	71,4	213,5	308,0	301,9	324,9
Amortyzacja	104,3	110,8	118,3	171,3	171,6	167,6	164,9
Kapitał obrotowy	-21,8	151,6	-12,3	-102,5	-30,2	3,4	-4,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-81,3</b>	<b>-688,8</b>	<b>-554,2</b>	<b>-254,5</b>	<b>-92,0</b>	<b>-113,7</b>	<b>-111,9</b>
CAPEX	-81,3	-690,8	-554,9	-254,5	-92,0	-113,7	-111,9
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-247,7</b>	<b>238,4</b>	<b>391,9</b>	<b>-24,3</b>	<b>-266,5</b>	<b>-358,0</b>	<b>-301,9</b>
Dług	-3,6	257,9	401,3	-24,3	-53,0	-50,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-270,0	0,0	0,0	0,0	-213,5	-308,0	-301,9
Pozostałe	25,9	-19,5	-9,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-0,1</b>	<b>-46,8</b>	<b>15,2</b>	<b>3,4</b>	<b>90,9</b>	<b>1,3</b>	<b>71,1</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	62,1	15,4	30,5	33,9	124,8	126,0	197,2
DPS (PLN)	5,4	0,0	0,0	0,0	4,3	6,2	6,0
FCF	240,9	-146,1	-353,5	59,1	385,4	382,9	394,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,4%	49,1%	40,8%	12,1%	4,0%	5,0%	5,0%

**Wskaźniki**

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	15,0	26,1	51,6	17,3	12,0	12,2	11,3
P/CE	10,5	14,6	19,4	9,6	7,7	7,8	7,5
P/BV	3,8	3,5	3,1	2,6	2,5	2,5	2,4
P/S	2,4	2,6	2,7	1,7	1,6	1,6	1,6
FCF/EV	6,6%	-3,7%	-8,1%	1,4%	9,2%	9,2%	0,0%
EV/EBITDA	9,2	13,0	20,0	10,0	8,0	8,2	7,7
EV/EBIT	12,4	20,4	43,8	16,7	12,0	12,2	11,3
EV/S	2,4	2,8	3,2	2,1	1,8	1,8	1,8
DYield	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	8,4%	8,2%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>73,7</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	51,0
MC (mln PLN)	3685,0	3685,0	3685,0	3685,0	3685,0	3685,0	3685,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	3 671,0	3 975,7	4 361,9	4 334,1	4 190,2	4 139,0	4 067,8



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

#### Departament Analiz:

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

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

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

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

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku.

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 Mondia**

Rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-04-09	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	73,40	67,90
WIG w dniu rekomendacji	42717,20	40931,54