

9 kwietnia 2010

Aktualizacja raportu


Pozostałe
Polska

Cena bieżąca	73,40 PLN
Cena docelowa	67,30 PLN
Kapitalizacja	3,65 mld PLN
Free float	593 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,32 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Framondi	66,00%
ING NN Polska OFE	10,01%
AVIVA OFE	7,31%
Pozostali	16,61%

Strategia dotycząca sektora

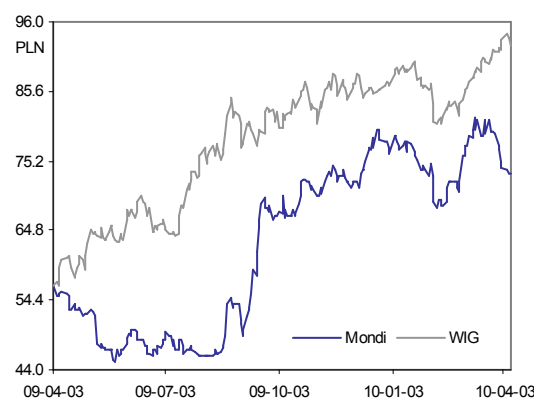
Sektor papierniczy należy do branż cyklicznych. Ożywienie w przemyśle oraz słabnące Euro w relacji do USD pomaga europejskim producentom papieru. Szybko rosnące ceny makulatury ograniczają jednak pozytywny wzrost cen papieru.

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

07.05 - raport za 1Q2010

Kurs akcji Mondi na tle WIG

Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mondi Świecie Redukuj

CELA.WA; MSC.PW

(Obniżona)

Problem z makulaturą

Obecna cena dyskontuje pozytywne scenariusze zakładające dalszy wzrost cen papieru na rynku europejskim (bardzo prawdopodobne) oraz wzrost produkcji i sprzedaży z nowej maszyny papierniczej uruchomionej w 2H2009. W stosunku do naszych poprzednich prognoz pojawiły się jednak niekorzystne dla spółki zjawiska: silniejsze, niż oczekiwaliśmy umocnienie PLN, a przede wszystkim gwałtowny wzrost cen makulatury, która dla spółki stanowi podstawowy surowiec, szczególnie po rozbudowaniu mocy produkcyjnych właśnie w obszarze papierów makulaturowych. Zawężenie się marży ma naszym zdaniem charakter długoterminowy i jest efektem rozbudowy mocy wytwórczych w regionie. Skłania nas to do obniżenia rentowności EBITDA spółki w kolejnych kwartałach. Przy obecnych prognozach na 2010 spółka notowana jest przy wskaźniku P/E równym 18,8 i EV/EBITDA 10,4. Obniżamy rekomendację inwestycyjną z trzymaj do redukuj z ceną docelową 67,3 PLN za akcję.

Ceny papieru i makulatury

Ożywienie w przemyśle europejskim oraz osłabienie euro w relacji do USD pozwalają na kontynuację wzrostu cen papieru do produkcji tektury falistej (CCM). W marcu średnia cena kraftlinera była o 9,5% wyższa, niż w 4Q2009, testlinera o 10% a flutingu o 12%. Ten pozytywny dla spółki efekt częściowo niweluje jednak umocnienie PLN w stosunku do Euro (+6,8% marzec vs. 4Q2009). W związku z rozbudową w ostatnich miesiącach dużych mocy produkcyjnych testliner/fluting (papiery wytwarzane z makulatury), w regionie (Polska, Węgry, Niemcy) gwałtownie rośnie zapotrzebowanie i ceny makulatury (OCC), której średnia cena w marcu wyniosła 102,5 Euro/t i była o 41% wyższa, niż w 4Q2009. W ciągu roku różnica między ceną testlinera a ceną OCC zmniejszyła się z 360 Euro/t do 259 Euro/t obecnie. W 2009 roku Świecie kupiło 551 tys. ton makulatury, w roku 2010 zapotrzebowanie wzrosło do ponad 800 tys. ton. W roku 2006 w Polsce przerobiono łącznie 1 mln ton tego surowca, co najlepiej oddaje, jak płytki jest w Polsce rynek odzysku.

Pozytywny wpływ rosnącej produkcji z MP7

W związku z uruchomieniem we wrześniu nowej maszyny papierniczej MP7, w 2009 roku spółka wyprodukowała 109 tys. ton papieru (testliner/fluting). W roku 2010 produkcja powinna wzrosnąć do 420-440 tys. ton, zwiększając wolumen produkcji papieru całego zakładu do 1,3 mln ton (+35% r/r). Obok efektu skali i wprowadzenia do produkcji jednej z najefektywniejszych kosztowo maszyn w Europie, spółka zwiększy zyski dzięki ulgom podatkowym związanym z produkcją w specjalnej strefie ekonomicznej (do odpisania 220 mln PLN) oraz zwiększeniu produkcji energii odnawialnej z nowego kotła na biomasę.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 406,3	1 360,8	1 799,9	1 986,1	2 030,9
EBITDA	305,5	217,9	413,5	493,3	526,9
marża EBITDA	21,7%	16,0%	23,0%	24,8%	25,9%
EBIT	194,7	99,6	242,2	323,0	360,1
Zysk netto	141,2	71,4	195,7	279,0	318,2
DPS	0,0	0,0	0,0	5,1	7,3
P/E	26,0	51,4	18,8	13,2	11,5
P/CE	14,6	19,3	10,0	8,2	7,6
P/BV	3,4	3,1	2,7	2,6	2,7
EV/EBITDA	13,0	19,9	10,4	8,6	8,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	9,9%

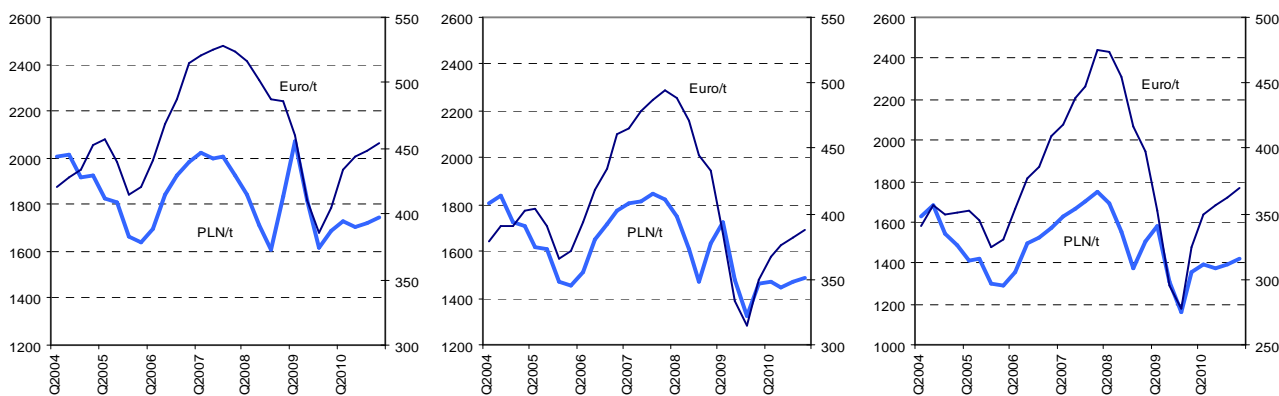
Ceny papieru rosną, makulatury jeszcze szybciej

Ceny papieru na rynku europejskim

W ujęciu m/m ceny papieru na rynku europejskim utrzymywały się w trendzie wzrostowym. W ujęciu m/m cena kraftlinera wzrosła o 1,8%, testlinera o 5,1% a flutingu o 5,4%. W analogicznym okresie umocnienie PLN w stosunku do Euro (+2%) ograniczyło częściowo pozytywny wpływ wzrostu cen. W całym 1Q średnie ceny kraftlinera denominowane w PLN wzrosły q/q o 2,2%, testlinera o 2,8% a flutingu o 3,9%. Na wzrost cen w Europie pozytywny wpływ mają dwa elementy:

- ożywienie w przemyśle, szczególnie w takich krajach jak Niemcy,
- umocnienie USD w stosunku do Euro, co ogranicza import papieru ze strefy dolarowej (Brazylia, USA)

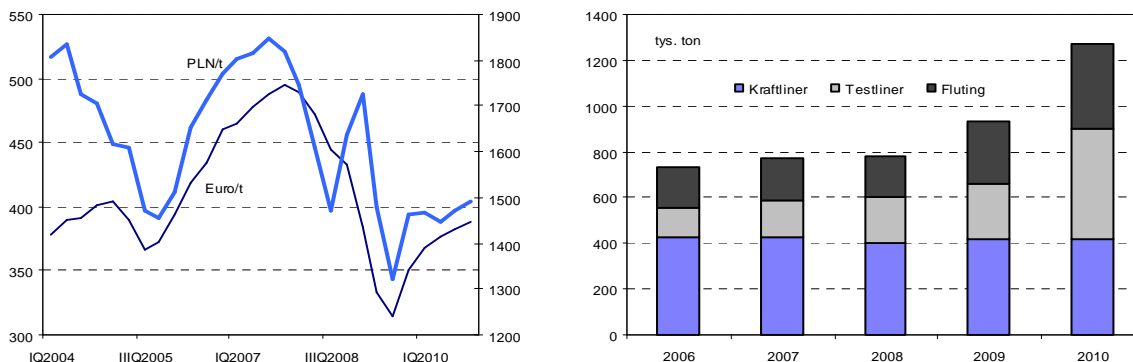
Ceny papieru na rynku europejskim: kraftliner (l), testliner (ś), fluting (p) i prognoza DI BRE na 2010



Źródło: FOEX, DI BRE Banku SA

W związku z uruchomieniem nowej maszyny papierniczej (MP7) zmienia się struktura sprzedaży spółki, w której coraz większą rolę odgrywają papiery makulaturowe (testliner, fluting). W roku 2009 spółka wyprodukowała 417 tys. ton kraftlinera (+4,4%, r/r), 245 tys. ton testlinera (+19,5%, r/r) oraz 275 tys. ton flutingu (+53%, r/r). Ponieważ nowa maszyna papiernicza została uruchomiona dopiero we wrześniu 2009 a pierwsze tygodnie to przede wszystkim produkcja próbna i dochodzenie produktu do wymaganej jakości, rok 2010 przyniesie dalszą znaczącą zmianę struktury sprzedaży. W 4Q2009 MP7 produkowała już 1000 ton papieru makulaturowego dziennie. Docelowo (prawdopodobnie w połowie bieżącego roku) powinna zwiększyć wydajność do 1 250 ton na dobę, co daje roczną produkcję na poziomie 450 tys. ton (docelowe zdolności to 470 tys. ton). Wg naszych szacunków w roku 2010 spółka wyprodukuje łącznie 850 tys. ton testlinera i flutingu (+64%, r/r), co będzie stanowiło 67% wytworzonych papierów do produkcji tektury falistej. Udział kraftlinera w łącznej produkcji obniży się do 33% z 45% w roku 2009. Ponieważ cena jednostkowa za tonę testlinera i flutingu jest niższa niż kraftlinera obniży to średnią ważoną cenę sprzedawanego papieru (wykres poniżej).

Ceny papieru (koszyk produktowy Mondi Świecie; 2009: kraftliner-45%, testliner-26%, fluting-29%) i struktura produkcji papierów CCM



Źródło: FOEX, DI BRE Banku SA, Mondi Świecie

Zmiana struktury sprzedaży ma również istotne implikacje po stronie zaopatrzenia w surowiec do produkcji. Testliner i fluting to papiery produkowane w oparciu o makulaturę. W roku 2008 spółka zakupiła – głównie na rynku krajowym – 401 tys. ton makulatury, w roku 2009 już 551 tys. ton. Wg naszych szacunków w roku 2010 zapotrzebowanie na surowiec wzrośnie do ok. 880 tys. ton, co stanowi już znaczący udział rocznego skupu makulatury w Polsce. W roku 2006 zebrano w Polsce zaledwie 1,02 mln ton tego surowca. Polska jest jednym z najsłabiej odzyskujących papier krajów w Europie. Dla spółki oznacza to konieczność zakupu makulatury na rynkach zagranicznych, również penetrowanych przez innych producentów.

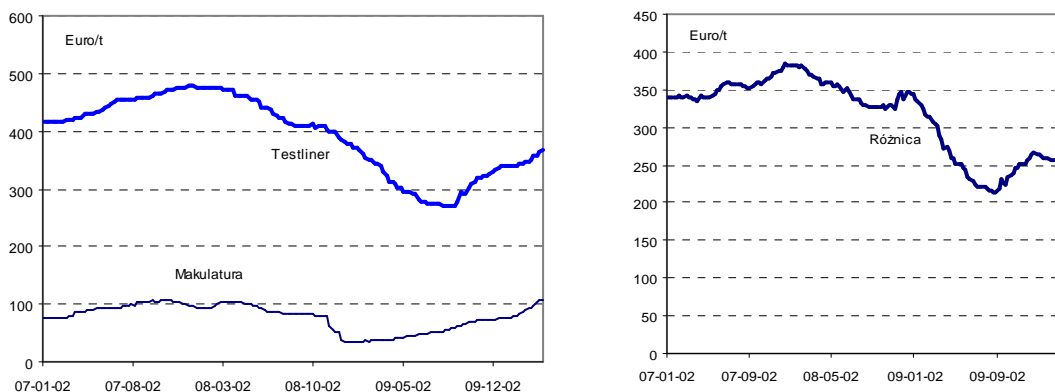
Wielkość zużycia papieru i tektury z odzysku w poszczególnych krajach europejskich w roku 2006

Kraj	tys. ton	Kraj	tys. ton
Austria	2 384	Norwegia	474
Belgia	1 136	Polska	1 021
Republika Czeska	456	Portugalia	340
Finlandia	734	Republika Słowacka	197
Francja	6 050	Hiszpania	5 371
Niemcy	15 244	Szwecja	2 037
Węgry	419	Szwajcaria	959
Włochy	5 578	Wielka Brytania	4 172
Holandia	2 346	Razem kraje CEPI	48 916

Źródło: Przegląd papierniczy

Makulatura to jednak nie tylko problem Świecia. W ostatnich miesiącach, głównie za sprawą rozbudowy mocy produkcyjnych papierni właśnie w obszarze papierów makulaturowych (Polska, Węgry, Niemcy – blisko granicy Polski), ceny surowca rosły w tempie istotnie przekraczającym wzrost cen produktu finalnego. Na rynku europejskim w 1Q średnia cena OCC wzrosła q/q o 25% do 91 Euro/t (obecnie 109 Euro/t, tj. +180% r/r). Tym samym różnicę pomiędzy ceną finalnego produktu a surowcem zmniejszyła się – dla testlinera do 259 Euro/t w stosunku do 360 Euro/t przed rokiem.

Struktura sprzedaży papierów Mondi Świecie



Źródło: Szacunki DI BRE Banku SA

Wzrost cen makulatury przy istotnie wolniejszym wzroście cen papieru CCM skłania nas do obniżenia dotychczasowych prognoz na poziomie generowanej przez spółkę marży operacyjnej w kolejnych latach. Poziom przychodów nie ulega zmianie. Podwyższamy prognozę wzrostu cen makulatury w roku 2010 z +5% do +25% r/r. Istotny, pozytywny wpływ na marżę EBITDA w roku 2010 będzie miało zwiększenie produkcji i osiągnięty dzięki temu efekt skali. Pomimo zakładanego wzrostu cen makulatury oczekujemy, że jednostkowy koszt produkcji (w przeliczeniu na tonę papieru) obniży się r/r o ok. 7%.

Założenia do prognozy wyników spółki

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 444,0	1 518,7	1 406,3	1 360,8	1 799,9	1 986,1	2 030,9
zmiana	12,6%	5,2%	-7,4%	-3,2%	32,3%	10,3%	2,3%
Papieru	1 444	1 519	1 406	1 361	1 653	1 837	1 879
Pozostałe	99	124	115	127	146	149	152
Średnia cena papieru {EURO/t}	415,6	435,1	441,2	296,2	331,1	358,7	366,6
zmiana	10,4%	4,7%	1,4%	-32,9%	11,8%	8,3%	2,2%
Średnia cena papieru {PLN/t}	1 640,8	1 649,5	1 551,1	1 281,5	1 272,9	1 378,8	1 409,3
zmiana	8,8%	0,5%	-6,0%	-17,4%	-0,7%	8,3%	2,2%
Średnioroczny kurs Euro/PLN	3,95	3,79	3,52	4,33	3,84	3,84	3,84
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	819,4	845,3	832,6	962,5	1 299,0	1 332,1	1 332,9
zmiana	2,5%	3,2%	-1,5%	15,6%	35,0%	2,6%	0,1%
Jednostkowy koszt produkcji bez amort.	947,2	1 053,9	1 030,1	929,0	856,2	904,0	909,4
zmiana	3,4%	11,3%	-2,3%	-9,8%	-7,8%	5,6%	0,6%

Źródło: DI BRE Banku SA

Dodatkowe czynniki wpływające na zysk

Dodatkowym elementem jest nadwyżka uprawnień do emisji CO2 jaka pozostała w spółce po roku 2009. Uprawnienia do emisji ok. 121 tys. ton zostaną sprzedane w roku 2010, co daje ok. 7 mln PLN dodatkowego zysku brutto.

W związku z uruchomieniem produkcji w specjalnej strefie ekonomicznej, spółka korzysta z ulgi podatkowej (pomoc publiczna), w kwocie nie przekraczającej 234 mln PLN, z czego wykorzystano już 10,6 mln PLN. W kolejnych latach spółka odliczy powyższą kwotę od podatku.

W 4Q2009 spółka uruchomiła kolejny kocioł na spalanie biomasy, co w kolejnych latach będzie skutkowało wzrostem przychodów ze sprzedaży energii odnawialnej o ok. 25-30 mln PLN.

Wycena

Na bazie modelu DCF i wyceny wskaźnikowej bieżącą cenę jednej akcji Mondi Świecie szacujemy na 62,3 PLN, co implikuje cenę docelową za 9-mcy na poziomie 67,3 PLN. W stosunku do dotychczasowej wyceny pozytywny wpływ na jej obecny poziom miało obniżenie stopy wolnej od ryzyka oraz wycena porównawcza. Wpływ na wycenę DCF ma również przesunięcie jej w czasie.

(PLN)	Waga	Wycena
Wycena wskaźnikowa	40%	61,7
Wycena DCF	60%	62,8
Wycena		62,3
Cena docelowa (9-mcy)		67,3

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Implikowana wycena na akcję	25	59	57	73	72	65	35	72	86
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Premia/dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		45%			10%			45%	
Wycena	61,7	51,2			69,8			70,4	



Model DCF

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
Przychody ze sprzedaży	1 360,8	1 799,9	1 986,1	2 030,9	1 998,1	1 966,2	2 004,6	2 063,1	2 105,3	2 149,4	
<i>zmiana</i>	-3,2%	32,3%	10,3%	2,3%	-1,6%	-1,6%	2,0%	2,9%	2,0%	2,1%	
EBITDA	217,9	413,5	493,3	526,9	536,5	522,4	534,7	555,2	569,5	585,0	
<i>marża EBITDA</i>	16,0%	23,0%	24,8%	25,9%	26,9%	26,6%	26,7%	26,9%	27,1%	27,2%	
Amortyzacja	118,3	171,3	170,3	166,7	163,5	160,3	157,2	155,3	153,8	152,4	
EBIT	99,6	242,2	323,0	360,1	373,1	362,1	377,5	399,8	415,8	432,6	
<i>marża EBIT</i>	7,3%	13,5%	16,3%	17,7%	18,7%	18,4%	18,8%	19,4%	19,7%	20,1%	
Opodatkowanie EBIT	4,3	15,4	14,7	14,4	14,4	68,8	71,7	76,0	79,0	82,2	
NOPLAT	95,3	226,8	308,3	345,7	358,7	293,3	305,8	323,9	336,8	350,4	357,4
CAPEX	-554,9	-241,2	-99,3	-101,5	-99,9	-98,3	-120,3	-123,8	-126,3	-152,4	-152,4
Kapitał obrotowy	-12,3	-90,6	-27,7	-11,7	-3,0	3,7	-5,5	-7,9	-5,7	-6,0	-6,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	-353,5	66,3	351,5	399,2	419,3	359,0	337,2	347,5	358,5	344,4	351,3
WACC	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	9,7%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,8%
<i>współczynnik dyskonta</i>	100,0%	91,2%	83,0%	75,6%	68,8%	62,7%	57,1%	52,0%	47,4%	43,2%	43,2%
PV FCF	-353,5	60,4	291,8	301,6	288,4	225,1	192,6	180,8	169,9	148,7	1 957,0
WACC	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	9,7%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,8%
Koszt długu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	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%	0,5%
Efektywna stopa podatkowa	4,3%	6,4%	4,5%	4,0%	3,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	21,6%	20,4%	18,3%	18,0%	17,7%	17,5%	16,7%	16,2%	16,0%	16,7%	15,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	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%	5,0%
Beta	1,0	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%	Analiza wrażliwości						
Wartość rezydualna (TV)				4 531,9	Wzrost FCF w nieskończoności						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				1 957,0		-1,0%	0,0%	2,0%	4,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				1 859,3	WACC +1,0pp	49,5	51,9	58,4	68,6	76,4	
Wartość firmy (EV)				3 816,3	WACC +0,5pp	52,6	55,4	62,8	75,0	84,6	
Dług netto				676,9	WACC	56,0	59,2	67,8	82,5	94,5	
Inne aktywa nieoperacyjne				0,0	WACC -0,5pp	59,8	63,4	73,5	91,5	106,8	
Udziałowcy mniejszościowi				0,0	WACC -0,0pp	63,9	68,0	80,1	102,3	122,2	
Wartość firmy				3 139,4							
Liczba akcji (mln.)				50,0							
Wartość firmy na akcję (PLN)				62,8							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego				8,0%							
Cena docelowa				67,8							
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej				9,8							
P/E(*10) dla ceny docelowej				17,3							
Udział TV w EV				49%							

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 518,7	1 406,3	1 360,8	1 799,9	1 986,1	2 030,9	1 998,1
zmiana	5,2%	-7,4%	-3,2%	32,3%	10,3%	2,3%	-1,6%
Koszty wytworzenia	984,9	968,5	1 012,5	1 283,5	1 374,6	1 378,9	1 335,6
Koszty zarządu	90,4	99,8	83,5	85,2	89,6	90,6	89,9
Koszty sprzedaży	150,1	143,7	165,4	192,0	202,0	204,2	202,6
Pozostała działalność operacyjna netto	2,5	0,4	0,1	3,0	3,0	3,0	3,0
EBIT	295,7	194,7	99,6	242,2	323,0	360,1	373,1
zmiana	-9,4%	-34,1%	-48,8%	143,1%	33,4%	11,5%	3,6%
marża EBIT	19,5%	13,8%	7,3%	13,5%	16,3%	17,7%	18,7%
Wynik na działalności finansowej	8,1	-20,1	-25,0	-33,1	-30,6	-28,6	-28,1
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
Zysk brutto	303,8	174,6	74,6	209,0	292,4	331,5	345,0
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
Zysk netto	246,2	141,2	71,4	195,7	279,0	318,2	331,7
zmiana	-8,8%	-42,7%	-49,4%	174,1%	42,6%	14,0%	4,2%
marża	16,2%	10,0%	5,2%	10,9%	14,0%	15,7%	16,6%
Amortyzacja	104,3	110,8	118,3	171,3	170,3	166,7	163,5
EBITDA	400,0	305,5	217,9	413,5	493,3	526,9	536,5
zmiana	-7,9%	-23,6%	-28,7%	89,7%	19,3%	6,8%	1,8%
marża EBITDA	26,3%	21,7%	16,0%	23,0%	24,8%	25,9%	26,9%
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	3,9	5,6	6,4	6,6
CEPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
ROAE	24,8%	13,8%	6,3%	15,3%	20,0%	23,0%	24,8%
ROAA	18,1%	8,7%	3,4%	8,3%	11,3%	13,2%	14,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 367,1	1 881,4	2 279,7	2 462,1	2 459,1	2 365,7	2 303,5
Majątek trwały	891,6	1 476,2	1 839,1	1 909,3	1 838,5	1 773,5	1 710,1
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	1 891,1	1 820,1	1 755,0	1 691,4
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
Majątek obrotowy	475,4	405,2	440,6	552,9	620,6	592,2	593,4
Zapasy	129,4	140,7	174,4	200,0	220,7	225,7	222,0
Należności krótkoterminowe	283,9	228,5	234,6	310,5	342,6	350,3	344,7
Inwestycje krótkoterminowe	62,1	15,3	30,5	41,4	56,2	15,1	25,6
Krótkoterminowe RM	0,0	20,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 367,1	1 881,5	2 279,7	2 462,1	2 459,1	2 365,7	2 303,5
Kapitał własny	981,9	1 066,0	1 184,5	1 380,2	1 404,8	1 360,2	1 310,1
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	1 074,9	991,2	927,5
Zysk z lat ubiegłych	249,3	144,0	72,2	196,6	279,9	319,0	332,5
Zobowiązania długoterminowe	0,0	196,0	674,3	650,0	550,0	500,0	500,0
Dług	0,0	196,0	674,3	650,0	550,0	500,0	500,0
Zobowiązania krótkoterminowe	300,0	538,6	345,3	389,5	461,8	463,0	451,0
Zobowiązania handlowe	251,9	428,6	312,3	356,5	380,8	381,0	368,0
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	641,6	573,8	564,9	554,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-1,4%	27,3%	57,1%	46,5%	40,8%	41,5%	42,3%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	1,0	3,1	1,6	1,2	1,1	1,0
BVPS	19,6	21,3	23,7	27,6	28,1	27,2	26,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	328,8	403,6	177,4	276,5	421,6	473,2	492,2
Zysk netto	246,2	141,2	71,4	195,7	279,0	318,2	331,7
Amortyzacja	104,3	110,8	118,3	171,3	170,3	166,7	163,5
Kapitał obrotowy	-21,8	151,6	-12,3	-90,6	-27,7	-11,7	-3,0
Przepływy inwestycyjne	-81,3	-688,8	-554,2	-241,2	-99,3	-101,5	-99,9
CAPEX	-81,3	-690,8	-554,9	-241,2	-99,3	-101,5	-99,9
Przepływy finansowe	-247,7	238,4	391,9	-24,3	-307,4	-412,8	-381,8
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	-254,4	-362,8	-381,8
Pozostałe	25,9	-19,5	-9,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-0,1	-46,8	15,2	10,9	14,9	-41,1	10,5
Środki pieniężne na koniec okresu	62,1	15,4	30,5	41,4	56,2	15,1	25,6
DPS (PLN)	5,4	0,0	0,0	0,0	5,1	7,3	7,6
FCF	240,9	-146,1	-353,5	66,3	351,5	399,2	419,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,4%	49,1%	40,8%	13,4%	5,0%	5,0%	5,0%

Wskaźniki

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	14,9	26,0	51,4	18,8	13,2	11,5	11,1
P/CE	10,5	14,6	19,3	10,0	8,2	7,6	7,4
P/BV	3,7	3,4	3,1	2,7	2,6	2,7	2,8
P/S	2,4	2,6	2,7	2,0	1,8	1,8	1,8
FCF/EV	6,6%	-3,7%	-8,1%	1,5%	8,3%	9,4%	0,0%
EV/EBITDA	9,1	13,0	19,9	10,4	8,6	8,0	7,9
EV/EBIT	12,4	20,3	43,6	17,8	13,1	11,8	11,3
EV/S	2,4	2,8	3,2	2,4	2,1	2,1	2,1
DYield	7,4%	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	9,9%	10,4%
Cena (PLN)	73,4						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	51,0
MC (mln PLN)	3670,0	3670,0	3670,0	3670,0	3670,0	3670,0	3670,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	3 656,0	3 960,7	4 346,9	4 311,6	4 243,8	4 234,9	4 224,4



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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

Analicycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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, 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 Mondii

Rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2009-09-03
kurs z dnia rekomendacji	51,00
WIG w dniu rekomendacji	35784,36