Materiały budowlane

Polska

Cersanit

CRSA.WA; CST.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Korekta prognozy na 2Q10 i 2010...

Obecna cena: 14,54 PLN; Cena docelowa: 13,43 PLN

W związku ze zmianą prognozy dotyczącej wartości przeszacowania walutowego portfela kredytów Grupy Cersanit w 2Q10 z 88 mln PLN do 9,1 mln PLN decydujemy się na korektę naszych oczekiwań odnośnie wyników Grupy w drugim kwartale bieżącego roku. Utrzymujemy naszą prognozę wielkości przychodów ze sprzedaży (388,6 mln PLN), zysku operacyjnego (50,3 mln PLN) oraz wartości EBITDA (79,3 mln PLN). Zmianie ulega natomiast wartość wyniku brutto i netto za sprawą niższej spodziewanej wielkości przeszacowania portfela kredytów. W związku ze znacznie wyższym wynikiem netto na koniec pierwszego półrocza, decydujemy się również na zmianę prognozy netto na bieżący rok. Spodziewamy się, że wartość przeszacowania portfela kredytów na koniec roku wyniesie –33,2 mln PLN, wobec wcześniejszego szacunku na poziomie –20,0 mln PLN (w obu prognozach przeszacowanie wartości portfela zagranicznych kredytów pozytywnie wpływa na wynik netto). Oczekujemy również, że w kolejnych kwartałach Spółka utrzyma 17,2 mln PLN dodatnich różnic kursowych osiągniętych w 1Q10. W wyniku tego podnosimy prognozę wartości tegorocznego wyniku netto ze 122,4 mln PLN do 150,9 mln PLN. Według naszych szacunków po pierwszym półroczu Spółka wykonała 36,5% prognozowanego zysku operacyjnego oraz 52,4% spodziewanego zysku netto. Przy nowej prognozie Spółka notowana jest przy wskaźnikach 13,9 P/E i 9,5 EV/EBITDA, co powoduje, że atrakcyjność inwestycyjna akcji Cersanitu nadal pozostaje ograniczona.

Nasze nowe szacunki pokrywają się z wcześniejszymi na poziomie przychodów ze sprzedaży (388,6 mln PLN), zysku operacyjnego (50,5 mln PLN) oraz wartości EBITDA (79,3 mln PLN), natomiast znacznie mniejszy jak się wcześniej spodziewaliśmy jest negatywny efekt przeszacowania portfela kredytów (9,1 mln PLN wobec 88,0 mln PLN w poprzedniej prognozie) (Ujemny wpływ przeszacowania wartości portfela zagranicznych kredytów na wynik na działalności finansowej netto).

Prognoza wyników za 2Q10 i rok 2010

(mln PLN)	2Q10P	2Q09	zmiana	IH10P	IH09	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	388,6	369,3	5,2%	688,3	672,5	2,3%	1 506,9	1 415,2	6,5%
EBITDA	79,3	79,0	0,4%	133,4	137,9	-3,3%	323,3	284,7	13,5%
marża	*20,4%*	*21,4%*	-	*19,4%*	*20,5%*	-	*21,5%*	*20,1%*	-
EBIT	50,3	48,0	4,8%	75,5	78,1	-3,3%	207,1	168,1	23,2%
Zysk brutto	21,1	1,5	1283,8%	90,3	-49,8	-	178,3	-8,1	-
Zysk netto	15,7	-1,4	-	78,5	-49,5	-	150,9	-8,1	

Źródło: DI BRE Banku

Stara i nowa prognoza wyników DI BRE za 2Q10 i rok 2010

(mln PLN)	2QP (stara	2QP (nowa	zmiana	1H10P (stara	1H10P (nowa	zmiana	2010P (stara	2010P (nowa	zmiana
Przychody	388,6	388,6	0,0%	688,3	688,3	0,0%	1 506,9	1 506,9	0,0%
EBITDA	79,3	79,3	0,0%	133,4	133,4	0,0%	323,3	323,3	0,0%
marża	*20,4%*	*20,4%*	*0,0%*	*19,4%*	*19,4%*	*0,0%*	*21,5%*	*21,5%*	*0,0%*
EBIT	50,3	50,3	0,0%	75,5	75,5	0,0%	207,1	207,1	0,0%
Zysk brutto	-57,9	21,1	-	11,8	90,3	665,1%	146,4	178,3	21,8%
Zysk netto	-55,7	15,7	-	3,0	78,5	2517,8%	122,4	150,9	23,3%

Źródło: DI BRE Banku

Niższe niż się wcześniej spodziewaliśmy przeszacowanie portfela kredytów wynika z faktu, że o ile w przypadku zadłużenia w Spółce na Ukrainie (Cersanit Invest Sp. z o.o.) zadłużenie (kredyt EBOR na 69 mln EUR) w wyrażeniu złotówkowym wzrasta o 19,2 mln PLN (na skutek osłabienia się PLN do EUR w 2Q10 o 7,3%), to w rzeczywistości przeszacowanie zagranicznego portfela kredytów w spółce zależnej następuje po kursach EUR/UAH na początek i koniec kwartału (UAH w 2Q10 umocniło się względem EUR o 9,7% r/r), a wynik na przeszacowaniu jest konsolidowany w Grupie po średnim kursie za dany kwartał. W związku z tym Cersanit konsoliduje dodatnie różnice kursowe spółki zależnej w wysokości 28,5 mln PLN. W przypadku kredytu zaciągniętego przez Cersanit LXIV S.a.r.l w Luksemburgu (102,4 mln EUR) o ile nominalnie dług w ekwiwalencie złotówkowym wzrasta w 1Q10 o 29 mln PLN, to przeszacowanie na poziomie spółki zależnej nie występuje i nie wpływa ujemnie na wynik całej grupy kapitałowej (Cersanit LXIV S.a.r.l prowadzi rachunkowość w walucie EUR). W wyniku tego wpływ przeszacowania całego portfela kredytów na rachunku zysków i strat w 2Q10 na poziomie grupy szacujemy na 9,1 mln PLN, wobec wcześniej błędnie prognozowanej wartości w wysokości 88 mln PLN.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Wpływ przeszacowania kredytów na rachunek zysków i strat

(mln PLN)	Przeszacowanie ujęte w rachunku zysków i strat	Przeszacowanie nominalne
Kredyty polskich podmiotów w EUR	23,4	23,4
Kredyty Cersanit Invest Sp. z o.o. W EUR	-28,5	19,2
Kredyty w EUR w Rumuni	0,48	0,53
Kredyty polskich podmiotów w USD	13,8	13,8
Kredyty LXIV S.a.r.l w EUR	-	29,0
Suma	**9,1**	**86,0**

Źródło: DI BRE Banku

Kursy walutowe na koniec 1Q10, 2Q10 i 2010P oraz średnie w 1Q10, 2Q10 i 2010P

	2009	1Q10	2Q10	2010P (nowa prognoza)	2010P (stara prognoza)
EUR/PLN	4,11	3,86	4,15	4,10	4,00
RON/PLN	0,97	0,94	0,95	0,97	0,97
USD/PLN	2,85	2,87	3,39	3,10	3,10
EUR/RON	4,23	4,10	4,36	4,15	4,15
EUR/UAH	11,45	10,68	9,64	10,00	10,00
UAH/PLN	0,36	0,36	0,43	0,40	0,40
UAH/PLN średnia	0,39	0,36	0,40	0,39	0,40
RON/PLN średnia	1,02	0,97	0,96	0,97	0,97

Źródło: DI BRE Banku

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:

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

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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler"

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV- *zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.
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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.
DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.