

piątek, 4 kwietnia 2014 | aktualizacja raportu

Rovese: sprzedaż (obniżona)

RSE PW; RSE.WA | Materiały budowlane, Polska

Kolejny słaby rok

Obecnie export płytek ceramicznych z Polski wynosi około 35 mln m² (30% krajowej produkcji), z czego połowa przypada na rynki wschodnie. Spadek wartości UAH i RUB będzie negatywnie przekładać się na konkurencyjność sprzedawanych towarów na rynki wschodnie oraz będzie powodować utrzymanie dużej presji na ceny na rynku lokalnym. W 1Q'14 Rovese będzie się musiało zmierzyć z osłabieniem ukraińskiej waluty i przeszacowaniem wartości portfela kredytów w walutach obcych (szacujemy, że ujemne różnice kursowe w 1Q'14 mogą wynieść -39 mln PLN). Prognozujemy, że 2014 będzie trzecim rokiem z kolei, kiedy Grupa zanotuje stratę netto. W ciągu ostatnich sześciu lat wolny przepływ gotówki (free cash flow) Grupy Rovese był ujemny i wyniósł -209 mln PLN. W międzyczasie Spółka pozyskała z giełdy 917 mln PLN. Obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Grupy Rovese z 1,76 PLN do 1,22 PLN oraz rekomendację z redukcji do sprzedaj.

Marże z roku na rok w dół

Na przestrzeni sześciu ostatnich lat łączna wartość EBITDA Grupy spadła o 37%, mimo że w 2013 roku Grupę uzupełniły aktywa nabyte od głównego akcjonariusza. W tym samym okresie rentowność EBITDA obniżyła się łącznie o 11 p.p. Naszym zdaniem głównym problemem odpowiadającym za spadek rentowności Grupy jest rosnący jednostkowy koszt wynagrodzenia pracowników (+93,2% od 2008 roku) oraz rosnący jednostkowy koszt zużycia materiałów i energii (+26,5% od 2008 roku). Ceny produktów w tym samym okresie nie zmieniły się (ceny płytek -0,8% od 2008 roku).

Rynek Polski ucierpi na spadku sprzedaży do Rosji i na Ukrainę

Obecnie potencjał produkcyjny rynku polskiego w zakresie płytek ceramicznych to 140-150 mln m² płytek. Z tego wykorzystywane jest około 110 mln m² (produkcja). Konsumpcja na terenie kraju sięga 85 mln m², natomiast eksport wynosi 35 mln m². Połowa wielkości eksportu przypada na rynki wschodnie, na których polska branża płytek ceramicznych rosła w siłę. Spadek wartości UAH i RUB spowoduje spadek konkurencyjności polskich płytek na tych rynkach. Z drugiej strony, odpływ kapitału z rynku rosyjskiego oraz spadek koniunktury na rynku ukraińskim spowodują prawdopodobnie spadek wielkości inwestycji bezpośrednich, na czym z kolei ucierpieć mogą wolumeny sprzedaży polskich producentów materiałów budowlanych – w tym producentów płytek.

W czarnym scenariuszu można sobie wyobrazić, że Rosja zdecydowałaby się na wprowadzenie zakazu importu wybranych grup materiałów budowlanych z Polski, podobnie jak ma to obecnie miejsce z wyrobami z wieprzowiny.

Duże zaangażowanie w Rosji i na Ukrainie

W 2013 roku rynek rosyjski generował 17,2% sprzedaży Grupy Rovese, a ukraiński 13,2% sprzedaży. Są to również z punktu widzenia polskich producentów znacznie bardziej marżowe rynki niż Polska. Spodziewamy się, że niepokoje na Ukrainie związane z kryzysem politycznym wokół Krymu spowodują wyraźny spadek koniunktury w budownictwie na Ukrainie. Spodziewamy się, że wolumeny na tym rynku w 1H'14 mogą spadać nawet 20% r/r (około 15% łącznego potencjału produkcyjnego Grupy znajduje się na Ukrainie).

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	1 669,0	1 870,5	2 059,5	2 121,6	2 224,2
EBITDA	162,3	213,9	214,3	244,4	265,6
marża EBITDA	9,7%	11,4%	10,4%	11,5%	11,9%
EBIT	18,2	37,4	42,4	77,9	105,1
Zysk netto	-62,8	-64,4	-12,2	36,5	61,4
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E	-	-	-	34,0	20,2
P/CE	15,3	11,1	7,8	6,1	5,6
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	8,8	9,0	8,9	7,4	6,4

Cena bieżąca	1,53 PLN
Cena docelowa	1,22 PLN
Kapitalizacja	1,3 mld PLN
Free float	0,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,09 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow	62,10%
ING PTE	14,55%
Pozostali	23,35%

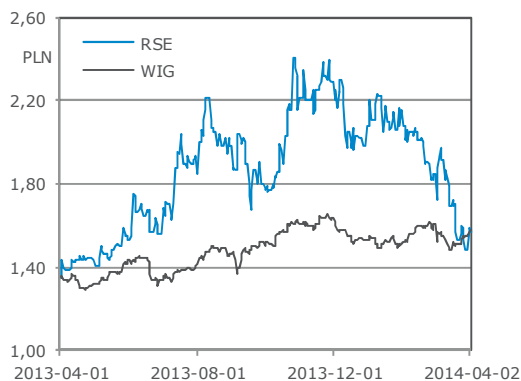
Strategia dotycząca sektora

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

Profil spółki

Przedmiotem działalności Spółki jest produkcja i dystrybucja wyrobów wykorzystywanych do wykańczania i wyposażania łazienek, w tym produktów ceramiki sanitarnej, płytek ceramicznych, kabin prysznicowych, wanien i brodzików akrylowych, mebli łazienkowych oraz innych artykułów około łazienkowych. Spółka prowadzi działalność produkcyjną w Polsce i Rosji i na Ukrainie.

Kurs akcji RSE na tle WIG



Analityk:

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl

Wyniki 4Q'13

W 4Q'13 przychody ze sprzedaży wyniosły 384,9 mln PLN i były o 37,1% niższe niż zakładaliśmy oraz o 18,6% niższe niż oczekiwał rynek. Mimo nabycia od głównego akcjonariusza aktywów na terenie Rosji skonsolidowane przychody Grupy Rovese z tytułu sprzedaży płytek ceramicznych wzrosły o jedynie 2,7% r/r, ceramiki sanitarnej o 2,5% r/r, a artykułów około ceramicznych o 3,2% r/r.

Realizacja prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Rovese w 4Q'13 (mln PLN)

(mln PLN)	4Q'13	4Q'12	zmiana	4Q'13P	różnica
Przychody	384,9	375,7	2,4%	612,3	-37,1%
EBITDA	47,6	33,0	44,3%	81,0	-41,2%
marża	12,4%	8,8%		13,2%	
EBIT	-8,2	-16,6	-50,7%	42,1	-119,4%
Zysk brutto	-29,9	-70,7	-57,7%	20,5	-
Zysk netto	-31,5	-33,5	-5,9%	20,0	-

Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

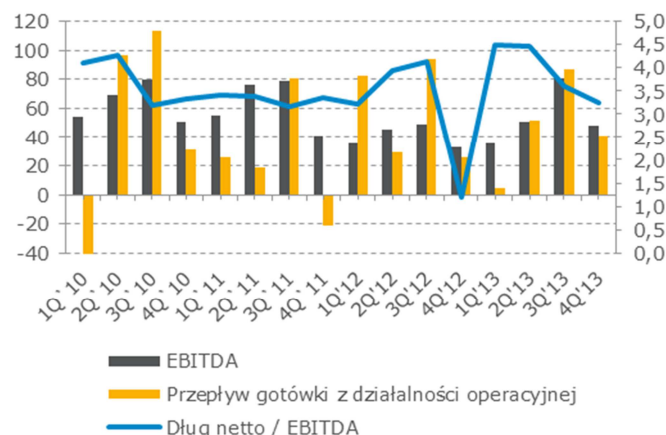
Wynik brutto ze sprzedaży w 4Q'13 wyniósł 136,4 mln PLN (+13,9% r/r), a marża brutto ze sprzedaży wzrosła do 35,4% vs. 31,9% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Na wielkość zaraportowanego wyniku brutto ze sprzedaży prawdopodobnie negatywnie przełożyła się wyższa o 16 mln PLN q/q amortyzacja.

Na wielkość osiągniętego w 4Q'13 wyniku operacyjnego miało wpływ ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej (-9,4 mln PLN). Wynik operacyjny 4Q'13 był ujemny (-8,2 mln PLN) i był wyraźnie niższy od naszych prognoz oraz oczekiwań rynku.

Wynik netto 4Q'13 wyniósł -31,5 mln PLN i był wyraźnie niższy od naszych oczekiwań (20,0 mln PLN) oraz konsensusu (1,8 mln PLN).

W całym 2013 roku aktywa przejęte od głównego akcjonariusza wygenerowały sprzedaż na poziomie 363,6 mln PLN oraz stratę netto na poziomie 48,2 mln PLN. W założeniach do prospektu aktywa te w 2013 roku miały wygenerować obroty rzędu 606,2 mln PLN i zysk EBITDA 110,1 mln PLN.

Wartość generowanej EBITDA (mln PLN; LS), przepływu gotówki z działalności operacyjnej (mln PLN; LS) oraz wskaźnika długu netto do EBITDA (PS) w Grupie Rovese latach 2010-2013



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Dług netto na koniec 2013 roku wyniósł 692,5 mln PLN (3,2x EBITDA'13).

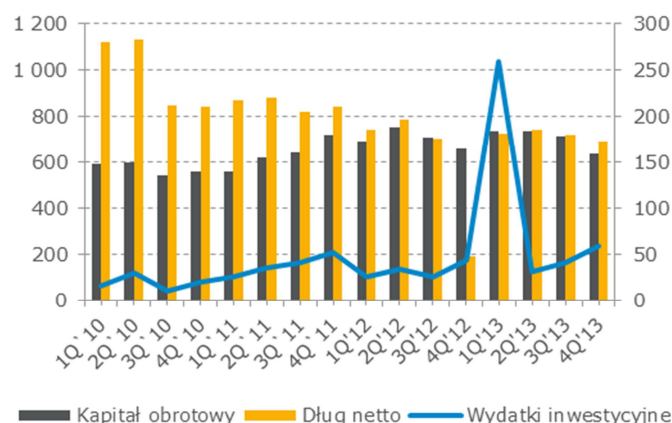
W ostatnich czterech latach dług netto Grupy Rovese wprowadził spadek o 417,7 mln PLN, ale w tym samym czasie Spółka pozyskała z rynku 917,2 mln PLN gotówki netto. Inwestycje w aktywa trwałe wyniosły w tym okresie 751,4 mln PLN, a przepływy gotówki z działalności operacyjnej sięgnęły 727,4 mln PLN. Wolny przepływ gotówki (free cash flow) w tym samym czasie wyniósł w Grupie Rovese -29,9 mln PLN.

W 2013 roku łączne zaangażowanie środków w kapitał obrotowy spadło o 20,2 mln PLN, przy jednoczesnym wzroście zapasów (o 104,2 mln PLN), zobowiązań handlowych (o 54,0 mln PLN) oraz spadku należności handlowych o 70,4 mln PLN.

Na przestrzeni ostatnich czterech lat wielkość kapitału obrotowego wzrosła o 128,5 mln PLN, głównie za sprawą wzrostu poziomu zapasów o 212,1 mln PLN.

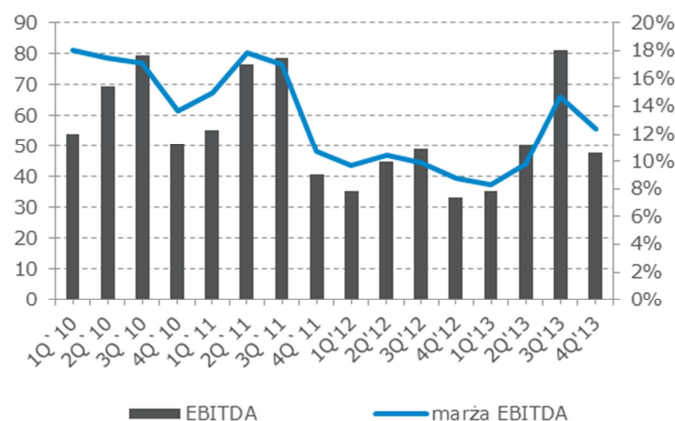
Dobrą naszym zdaniem tendencją jest wyraźne zrównoważenie poziomu środków zamrożonych w kapitale obrotowym oraz długu netto od końca 2011 roku. Złą informacją jest natomiast fakt, że nastąpiło to za sprawą emisji akcji w 2010 i 2011 roku.

Wartość kapitału obrotowego (LS), długu netto (LS) oraz wydatków inwestycyjnych (PS) w Grupie Rovese w latach 2010-2013 (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

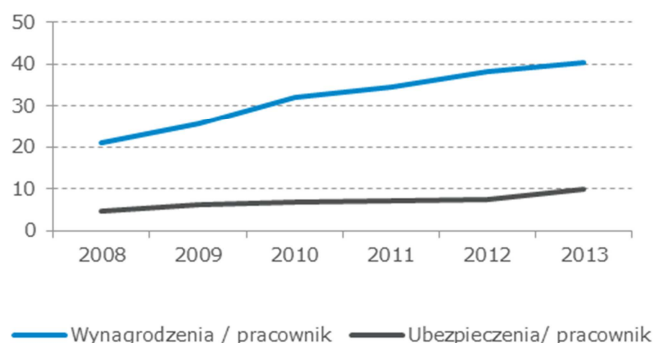
Na przestrzeni czterech ostatnich lat łączna wartość EBITDA Grupy spadła o 24,9%, mimo że w 2013 roku Grupę uzupełniły aktywa nabyte od głównego akcjonariusza. W tym samym okresie rentowność EBITDA obniżyła się o łącznie 8,7 p.p. do 11,4% w 2014 roku.

W czym tkwi problem?

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

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

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

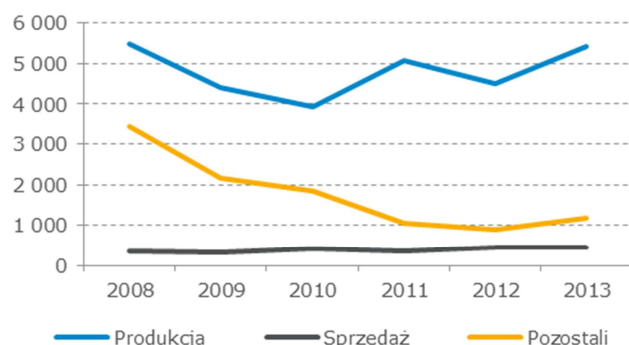


Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

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

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

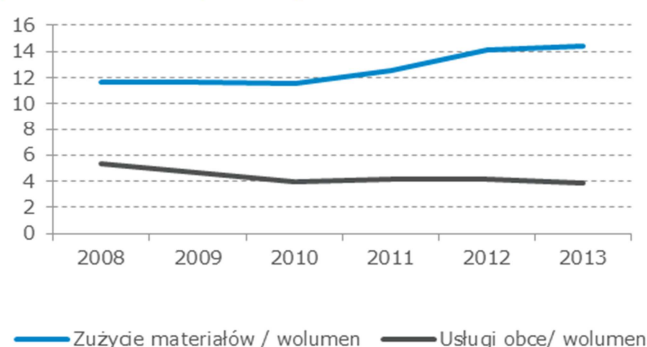
Średnioroczne zatrudnienie pracowników produkcyjnych, sprzedawców oraz pozostałych w Grupie Rovese w latach 2008-2013 (osoby)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Łączne koszty związane ze zużyciem materiałów i energii podzielone przez wolumen sprzedaży (wielkość sprzedaży płytek m² oraz liczba sztuk ceramiki sanitarnej – 1 m² płytek waży 15-20 kg, bidet 15-18,5 kg, miska 15-20 kg, kompakt 19-23 kg, pisuar 7,5-13 kg, umywalka 5-14 kg) na przestrzeni ostatnich sześciu lat wzrosły o 23,8% (+1,8% w 2013 roku). Udało się natomiast w tym samym czasie obniżyć o 26,5% (-6,8% w 2013 roku) wartość kosztu usług obcych (głównie transport) podzieloną przez wolumen sprzedaży. Od 2008 roku udział kosztów związanych ze zużyciem materiałów i energii w sumie kosztów rodzajowych wzrósł z 45,6% do 50,7%, a usług obcych z 20,7% do 13,7%.

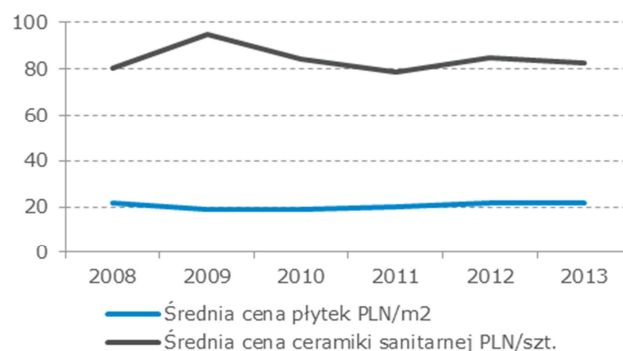
Wartość kosztów związanych ze zużyciem materiałów i energii podzielona przez wolumen sprzedaży oraz wartość usług obcych podzielona przez wolumen sprzedaży w latach 2008-2013



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

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

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



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Rovese S.A.

Rynek krajowy

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

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

W czarnym scenariuszu można sobie wyobrazić, że Rosja zdecydowałaby się na wprowadzenie zakazu importu wybranych grup materiałów budowlanych z Polski, podobnie jak ma to obecnie miejsce z wyrobami z wyprawiny.

Rynki zagraniczne

W 2013 roku rynek rosyjski generował 17,2% sprzedaży Grupy, a ukraiński 13,2% sprzedaży. Są to również z punktu widzenia polskich producentów znacznie bardziej marżowe rynki niż Polska.

W związku z pogorszeniem koniunktury w powyższych krajach, prawdopodobnie od 1Q'14 szanse zwiększenia sprzedaży w obydwu lokalizacjach będą ograniczone. Spodziewamy się, że niepokoje na Ukrainie związane z kryzysem politycznym wokół Krymu spowodują wyraźny spadek koniunktury w budownictwie na Ukrainie. Oczekujemy, że wolumeny na tym rynku w 1H'14 mogą spaść nawet o 20% r/r (około 15% łącznego potencjału produkcyjnego Grupy znajduje się na Ukrainę).

W przypadku rynku rosyjskiego pozytywnie na wolumeny sprzedaży powinno wpływać zakończenie procesu inwestycyjnego w fabrykach przejmowanych od głównego akcjonariusza.

Wycena

Wartość Spółki Rovese szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 1,22 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	1,11
Wycena DCF	50%	1,13
cena wynikowa		1,13
cena docelowa za 9 m-cy		1,22

Wycena porównawcza

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

Ceramic Industries jest producentem płytek ceramicznych i wyposażenia łazienek. Oferowane płytki nadają się zarówno do wykładania na podłogach i ścianach. Compagnie de Saint-Gobain jest francuskim producentem materiałów budowlanych jak pokrycie izolacji, gips, pokrycia dachowe, bariery i balustrady, materiały pokrycia szkła płaskiego dla obiektów kubaturowych i motoryzacji, szklane pojemniki, słoiki i butelki. Spółka posiada również sieć 4200 sklepów z materiałami budowlanymi. Dynasty Ceramic jest producentem ceramicznych płytek do wykładania na ścianach i podłogach zarówno wewnątrz

budynków, jak i na zewnątrz. Hsil zajmuje się produkcją wyposażenia łazienek i kuchni. Uzupełnieniem oferty są różnego rodzaju wyroby szklane. Imerys jest producentem i sprzedawcą materiałów budowlanych. Istotną częścią sprzedaży są materiały mineralne, w tym również płytki ceramiczne. Norkros wytwarza płytki ceramiczne i natryski. Spółka działa na terenie Wielkiej Brytanii, RPA i Australii. Panariagroup Industrie zajmuje się produkcją płytek ceramicznych zarówno ściennych i podłogowych. Spółkę charakteryzuje bardzo szeroka oferta. Siam City Cement jest znanym tajlandzkim producentem cementu. Spółka produkuje również wyposażenie łazienkowe oraz płytki ceramiczne.

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

Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	P/E 2013	P/E 2014P	P/E 2015P	P/E 2016P	EV/EBITDA 2013	EV/EBITDA 2014P	EV/EBITDA 2015P	EV/EBITDA 2016P
CERAMIKA NOWA GALA SA	Polska	-	27,9	-	-	8,9	6,9	-	-
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	Francja	23,4	18,1	14,3	11,6	7,9	7,1	6,2	5,4
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Tajlandia	15,3	15,6	14,3	12,3	11,0	11,1	10,3	9,2
GRUPA KETY SA	Polska	13,5	16,1	14,3	12,6	9,9	9,0	8,1	7,5
ES-SYSTEM SA	Polska	32,7	12,0	-	-	11,5	6,6	-	-
FERRO SA	Polska	12,1	8,9	-	-	9,2	7,4	-	-
LIBET SA	Polska	26,8	9,9	10,3	7,5	6,7	5,0	-	-
HSIL LTD	Indie	12,4	19,9	11,4	7,8	6,5	7,9	6,4	-
IMERYS SA	Francja	16,6	15,3	13,7	12,3	8,6	8,0	7,3	6,6
MERCOR SA	Polska	12,6	11,9	-	-	9,7	5,1	-	-
NORCROS PLC	W. Brytania	11,1	10,0	9,5	9,1	8,3	6,6	6,1	-
PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAM	Włochy	-	156,7	22,4	15,7	-	6,5	5,3	4,7
POZBUD T&R SA	Polska	12,2	10,9	9,5	-	8,1	7,7	5,6	-
SELENA FM SA	Polska	25,6	11,0	-	-	8,1	6,5	-	-
Maksimum		32,7	156,7	22,4	15,7	11,5	11,1	10,3	9,2
Minimum		11,1	8,9	9,5	7,5	6,5	5,0	5,3	4,7
Mediana		14,4	13,6	13,7	11,9	8,6	7,0	6,3	6,6
Rovese		-	-	34,0	20,2	9,0	8,9	7,4	6,4
Premia (dyskonto)		-	-	148,9%	69,3%	4,6%	26,3%	17,0%	-3,1%
Implikowana wycena									
Mediana			13,6	13,7	11,9		7,0	6,3	6,6
Dyskonto			0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika				50%				50%	
Waga roku			0%	40%	60%		0%	40%	60%
Wartość firmy na jedną akcję	1,11								

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,6%; średnia ważona 10-letnich obligacji krajowych skarbow państwa w lokalnych walutach dla Polski, Ukrainy i Rosji. Wagi zakładamy na poziomie 63% dla Polski, 15% dla Ukrainy i 22% dla Rosji. Wagi odpowiadają wielkości mocy produkcyjnych Grupy w zakresie płytek ceramicznych w danym kraju.
- Wzrost FCF po roku 2023 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka w okresie prognozy będzie wypłacała dywidendy akcjonariuszom. Zakładamy, że pierwsza wypłata dywidendy będzie miała miejsce z zysku za 2016 rok.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2013.
- W wycenie uwzględniamy płatność warunkową za przejęte w 2013 roku aktywa od głównego akcjonariusza w kwocie 86 mln PLN w 2022 roku (przy

przekroczeniu EBITDA Grupy w wysokości 350 mln PLN).

- Przyszłe przepływy finansowe dyskontujemy na początek kwietnia 2014 roku.
- Zakładamy, że Spółka do końca roku 2017 spłaci 100,1 mln PLN zadłużenia odsetkowego. 1 lipca 2011 Spółka zobowiązana była do spłaty pierwszej raty kredytu udzielonego LXIV S.à r.l. na kwotę 100 mln EUR. Spłata kredytu ma nastąpić w 14 równych ratach w odstępach półrocznych.
- W wycenie nie uwzględniamy potencjalnych strat księgowych na przejęciu aktywów od głównego akcjonariusza, które według wstępnej prognozy rozliczenia transakcji przestawionej przez Zarząd mogłyby sięgnąć 106,2 mln PLN.
- Efekt przeszacowania portfela kredytu na koniec roku szacujemy na poziomie -22,2 mln PLN (wzrost wartości portfela kredytów powodujący negatywne różnice kursowe na poziomie 22,2 mln PLN). Kursy walutowe na koniec roku zakładamy na poziomie: EUR/PLN 4,00; RON/PLN 0,95; USD/PLN 3,00; EUR/RON 4,50; EUR/UAH 13,00.

Założenia dodatkowe

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Płytki mln. m ²	49,2	57,2	62,9	63,5	65,4	67,4	68,7	69,8	70,5	71,2	71,9
Ceramika sanitarna mln szt.	5,2	5,5	6,3	6,3	6,5	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1	7,3
Płytki moce produkcyjne mln m ²	66,0	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3
Ceramika sanitarna moce produkcyjne mln szt.	6,5	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Płytki moce wykorzystanie	75%	75%	82%	83%	86%	88%	90%	91%	92%	93%	94%
Ceramika sanitarna wykorzystanie	80%	68%	77%	78%	80%	83%	84%	86%	87%	88%	90%
Średnia cena płytek PLN/m ²	21,7	21,6	21,6	22,1	22,5	23,0	23,4	23,9	24,4	24,8	25,3
Średnia cena ceramiki sanitarnej PLN/szt.	84,9	82,8	82,8	84,5	86,1	87,9	89,6	91,4	93,2	95,1	97,0

Stopa wolna od ryzyka

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+
Polska	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ukraina	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Rosja	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Średnia ważona	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+
Przychody ze sprzedaży	2 059,5	2 121,6	2 224,2	2 330,9	2 421,1	2 503,5	2 580,3	2 659,4	2 741,0	2 795,9	2 851,8
zmiana	10,1%	3,0%	4,8%	4,8%	3,9%	3,4%	3,1%	3,1%	3,1%	2,0%	2,0%
EBITDA	214,3	244,4	265,6	287,0	303,7	318,0	331,8	345,9	360,5	364,5	377,6
marża EBITDA	10,4%	11,5%	11,9%	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,0%	13,2%	13,0%	13,2%
Amortyzacja	171,9	166,5	160,5	153,7	146,4	140,4	136,7	134,2	138,4	141,6	141,8
EBIT	42,4	77,9	105,1	133,4	157,3	177,6	195,0	211,7	222,1	222,9	235,8
marża EBIT	2,1%	3,7%	4,7%	5,7%	6,5%	7,1%	7,6%	8,0%	8,1%	8,0%	8,3%
Opodatkowane EBIT	1,3	8,6	14,4	20,4	25,4	29,6	33,1	36,5	38,4	38,4	41,0
NOPLAT	41,1	69,3	90,7	113,0	132,0	148,0	161,9	175,2	183,7	184,4	194,8
CAPEX	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8	-111,1	-116,6	-122,5	-214,6	-135,0	-141,8
Kapitał obrotowy	-48,6	-15,6	-25,6	-26,3	-22,0	-19,9	-18,4	-18,8	-19,2	-12,8	-13,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	84,4	132,2	131,4	139,6	150,5	157,5	163,6	168,2	88,3	178,3	181,8
WACC	9,5%	9,7%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,6%	10,7%	10,8%
współczynnik dyskonta	0,94	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46	0,42	0,38	0,34
PV FCF	79,4	113,3	102,0	97,8	94,9	89,2	83,1	76,6	36,9	67,0	61,1

WACC	9,48%	9,70%	9,95%	10,19%	10,39%	10,56%	10,69%	10,80%	10,58%	10,65%	10,77%
Koszt długu	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%
Stopa wolna od ryzyka	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%	6,58%
Premia za ryzyko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	33,6%	30,1%	26,1%	22,2%	19,1%	16,4%	14,3%	12,5%	16,0%	14,8%	13,0%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
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	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)

2 072,8

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

779,0

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

840,2

Wartość firmy (EV)

1 619,2

Dług netto

692,5

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

Udziałowcy mniejszościowi

9,4

Wartość firmy

917,4

Liczba akcji (mln)

811,4

Wartość firmy na akcję (PLN)

1,13

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,6%

Cena docelowa (PLN)

1,23

EV/EBITDA ('14) dla ceny docelowej

7,7

P/E ('14) dla ceny docelowej

-81,4

Udział TV w EV

48,1%

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	0,85	0,92	1,00	1,09	1,38
WACC +0,5 p.p.	0,94	1,01	1,11	1,22	1,56
WACC	1,03	1,12	1,23	1,36	1,77
WACC -0,5 p.p.	1,14	1,24	1,36	1,52	2,02
WACC -1,0 p.p.	1,26	1,37	1,52	1,71	2,33

Rachunek wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	1 531,5	1 638,2	1 669,0	1 870,5	2 059,5	2 121,6	2 224,2	2 330,9	2 421,1
zmiana	8,2%	7,0%	1,9%	12,1%	10,1%	3,0%	4,8%	4,8%	3,9%
Płytki ceramiczne	1 030,5	1 064,4	1 066,0	1 237,4	1 360,7	1 401,8	1 472,7	1 547,3	1 609,8
Ceramika sanitarna	353,1	408,5	441,5	455,4	517,5	533,1	560,1	588,4	612,2
Artykuły około ceramiczne	147,9	165,3	161,4	177,7	181,3	186,7	191,4	195,2	199,1
Koszty wytworzenia	928,3	1 036,6	1 139,6	1 322,5	1 496,8	1 514,3	1 574,6	1 637,6	1 691,0
Koszty zarządu	115,8	134,1	108,4	119,0	123,0	124,3	126,3	128,3	129,9
Koszty sprzedaży	334,9	328,7	390,3	372,1	397,2	405,2	418,3	431,6	442,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-10,4	-3,0	-12,4	-19,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	142,0	135,8	18,2	37,4	42,4	77,9	105,1	133,4	157,3
zmiana	-15,5%	-4,4%	-86,6%	105,0%	13,5%	83,6%	35,0%	26,9%	18,0%
marża EBIT	9,3%	8,3%	1,1%	2,0%	2,1%	3,7%	4,7%	5,7%	6,5%
Wynik na działalności finansowej	-13,5	-33,0	-70,1	-103,3	-57,5	-32,8	-29,3	-26,1	-23,7
Odsetki	-52,2	-49,8	-29,8	-54,8	-35,4	-32,8	-29,3	-26,1	-23,7
Pozostałe	38,7	16,8	-31,4	-45,6	-22,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	128,5	102,9	-51,9	-66,2	-15,1	45,0	75,8	107,2	133,6
Podatek dochodowy	25,4	15,5	10,9	-1,9	-2,9	8,6	14,4	20,4	25,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	103,0	87,8	-62,8	-64,4	-12,2	36,5	61,4	86,9	108,2
zmiana	-1367,4%	-14,8%	-	-	-	-	68,2%	41,5%	24,6%
marża	6,7%	5,4%	-3,8%	-3,4%	-0,6%	1,7%	2,8%	3,7%	4,5%
Amortyzacja	111,5	114,9	144,1	176,5	171,9	166,5	160,5	153,7	146,4
EBITDA	253,5	250,7	162,3	213,9	214,3	244,4	265,6	287,0	303,7
zmiana	-11,0%	-1,1%	-35,2%	31,8%	0,2%	14,0%	8,7%	8,1%	5,8%
marża EBITDA	16,6%	15,3%	9,7%	11,4%	10,4%	11,5%	11,9%	12,3%	12,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	216,4	270,5	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4
EPS	0,5	0,3	-0,1	-0,1	-0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
CEPS	1,0	0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
ROAE	7,8%	5,5%	-3,0%	-3,6%	-0,7%	2,0%	3,3%	4,5%	5,5%
ROAA	3,4%	2,7%	-1,8%	-1,9%	-0,4%	1,1%	1,8%	2,5%	3,1%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	2 987,9	3 237,3	3 484,5	3 334,2	3 315,5	3 330,4	3 374,7	3 434,4	3 491,5
Majątek trwały	1 541,7	1 680,2	1 606,8	2 055,4	1 958,7	1 881,0	1 816,0	1 764,9	1 726,7
Wartość niematerialne i prawne	386,3	405,5	399,5	472,1	466,2	465,9	465,9	466,3	466,9
Rzeczowe aktywa trwałe	1 138,1	1 227,0	1 133,2	1 475,6	1 384,7	1 307,3	1 242,3	1 190,8	1 151,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	3,5	6,9	6,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Długoterminowe RM	13,8	40,7	67,2	104,9	104,9	104,9	104,9	104,9	104,9
Majątek obrotowy	1 446,2	1 557,1	1 877,7	1 278,8	1 356,8	1 449,4	1 558,6	1 669,5	1 764,9
Zapasy	442,0	559,7	505,5	609,7	650,8	663,9	685,3	707,2	725,4
Należności krótkoterminowe	561,0	601,1	520,6	471,8	503,6	513,7	530,3	547,3	561,4
Inwestycje krótkoterminowe	3,5	5,3	52,5	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Środki pieniężne	423,5	382,6	790,4	168,5	175,8	245,7	317,8	390,6	454,3
Krótkoterminowe RM	16,2	8,4	8,6	20,6	18,5	18,0	17,1	16,3	15,6
(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	2 987,9	3 237,3	3 484,5	3 334,2	3 315,5	3 330,4	3 374,7	3 434,4	3 491,5
Kapitał własny	1 319,4	1 598,0	2 099,7	1 778,2	1 766,0	1 802,5	1 863,8	1 926,2	1 973,6
Kapitał akcyjny	21,6	27,0	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1
Kapitał zapasowy	1 447,6	1 673,3	2 249,9	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2	2 386,2
Zysk z lat ubiegłych	-108,6	-64,3	-198,1	-597,3	-609,5	-573,1	-511,7	-449,4	-402,0
Udziały mniejszości	0,0	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Zobowiązania długoterminowe	759,9	785,7	585,0	504,3	475,7	447,1	418,5	404,2	404,2
Dług	739,4	776,0	584,9	339,6	311,0	282,4	253,8	239,5	239,5
Zobowiązania krótkoterminowe	902,5	808,9	723,5	911,0	924,1	928,1	934,7	941,3	946,7
Zobowiązania handlowe	373,5	359,1	325,6	389,5	402,6	406,7	413,3	419,9	425,3
Dług	529,0	449,8	397,9	521,4	521,4	521,4	521,4	521,4	521,4
Rezerwy na zobowiązania	6,3	19,5	34,7	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Pozostałe	0,0	15,6	32,1	89,4	98,4	101,4	106,3	111,4	115,7
Dług	1 268,4	1 225,8	982,8	861,0	832,4	803,8	775,2	760,9	760,9
Dług netto	844,9	843,1	192,4	692,5	656,6	558,1	457,4	370,3	306,6
(Dług netto / Kapitał własny)	64,0%	52,8%	9,2%	38,9%	37,2%	31,0%	24,5%	19,2%	15,5%
(Dług netto / EBITDA)	3,3	3,4	1,2	3,2	3,1	2,3	1,7	1,3	1,0
BVPS	6,1	5,9	2,6	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	207,1	104,4	232,0	183,9	151,2	219,3	224,2	238,5	254,0
Zysk netto	103,0	87,8	-62,8	-64,4	-12,2	36,5	61,4	86,9	108,2
Amortyzacja	111,5	114,9	144,1	176,5	171,9	166,5	160,5	153,7	146,4
Odsetki i udziały w zyskach	54,3	51,8	46,7	57,3	35,4	32,8	29,3	26,1	23,7
Kapitał obrotowy	-42,4	-131,6	52,9	-41,3	-48,6	-15,6	-25,6	-26,3	-22,0
Pozostałe	-19,2	-18,4	51,1	55,7	4,8	-0,8	-1,3	-1,8	-2,3
Przepływy inwestycyjne	-67,4	-137,7	-181,4	-384,6	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8
CAPEX	-77,3	-155,3	-131,1	-387,7	-80,0	-88,0	-94,2	-100,8	-105,8
Inwestycje kapitałowe	7,4	17,6	-50,8	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	179,7	-7,6	357,1	-421,2	-64,0	-61,4	-57,9	-65,0	-84,5
Dług	91,8	-144,3	-161,4	-355,6	-28,6	-28,6	-28,6	-14,3	0,0
Emisja akcji	150,7	188,7	577,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-24,5	-60,8
Odsetki od zadłużenia	-62,8	-63,4	-50,6	-61,0	-35,4	-32,8	-29,3	-26,1	-23,7
Pozostałe	0,0	11,4	-8,8	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	319,5	-40,9	407,8	-621,9	7,3	69,9	72,2	72,8	63,7
Środki pieniężne na koniec okresu	423,5	382,6	790,4	168,5	175,8	245,7	317,8	390,6	454,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCF	116,8	-52,6	117,7	-211,8	84,4	132,2	131,4	139,6	150,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-5,0%	-9,5%	-7,9%	-20,7%	-3,9%	-4,1%	-4,2%	-4,3%	-4,4%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	3,2	4,7	-	-	-	34,0	20,2	14,3	11,5
P/CE	1,5	2,0	15,3	11,1	7,8	6,1	5,6	5,2	4,9
P/BV	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,2	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/(BV-goodwill)	0,4	0,3	0,7	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
FCF/EV	9,9%	-4,2%	8,2%	-11,0%	4,4%	7,3%	7,7%	8,7%	9,7%
EV/EBITDA	4,6	5,0	8,8	9,0	8,9	7,4	6,4	5,6	5,1
EV/EBIT	8,3	9,3	78,7	51,8	44,8	23,1	16,2	12,1	9,8
EV/S	0,8	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
CFO/EBITDA	81,7%	41,6%	142,9%	86,0%	70,6%	89,8%	84,4%	83,1%	83,6%
Dyid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,9%
Cena (PLN)	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	216,4	270,5	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4	811,4
MC (mln PLN)	331,1	413,8	1 241,5	1 241,5	1 241,5	1 241,5	1 241,5	1 241,5	1 241,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,0	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
EV (mln PLN)	1 176,0	1 247,4	1 424,4	1 924,7	1 888,8	1 790,3	1 689,5	1 602,5	1 538,8

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 Maklerskiego mBanku S.A.**

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

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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Rovese

rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2013-08-06	2014-01-15	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	2,06	2,05	1,92
WIG w dniu rekomendacji	48458,44	50605,74	52216,05

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:**Kamil Kliszczyk**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszczyk@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybała

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybała@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:**Piotr Dudziński**

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:****Matthias Falkiewicz**

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl**Dom Maklerski mBanku S.A.**

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl**Maklerzy:****Krzysztof Bodek**

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl**Michał Jakubowski**

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl**Tomasz Jakubiec**

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl**Szymon Kubka, CFA, PRM**

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl**Anna Łagowska**

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl**Paweł Majewski**

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl**Adam Mizera**

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl**Adam Prokop**

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl**Michał Roźmiej**

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl**Zespół Prywatnego Maklera:****Jarosław Banasiak**

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl