

10 lipca 2009

Aktualizacja raportu


Pozostałe
Polska

Cena bieżąca	48,40 PLN
Cena docelowa	57,40 PLN
Kapitalizacja	2,42 mld PLN
Free float	701 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,95 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Framondi	66,0%
CU OFE	6,12%
ING NN Polska OFE	5,50%
Skarb Państwa	5,00%
Pozostali	17,38%

Strategia dotycząca sektora

Sektor papierniczy należy do branż cyklicznych. Obecnie w związku z obserwowanym spowolnieniem gospodarczym strefy euro i umocnieniem Euro w stosunku do USD ceny papieru spadają. Wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje niskie, co w perspektywie najbliższych 2-3 kwartałów utrzyma obecny stan.

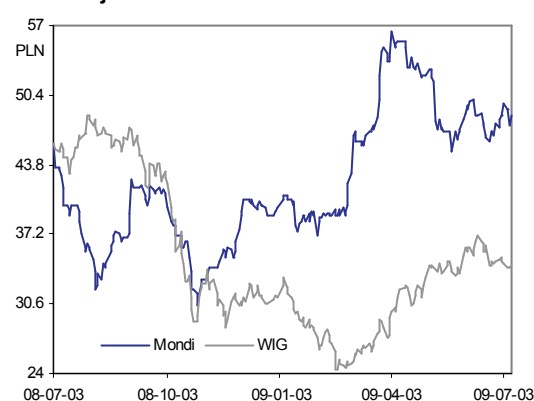
Profil spółki

Mondi produkuje papier do produkcji tektury falistej oraz worki papierowe. W strukturze sprzedaży największą pozycję zajmuje kraftliner (48,7%) - druga stanowi fluting z 23,8% udziałem. Worki papierowe, których sprzedaż zmalała w ub. o 18,4%, do 11,1% wolumenu. 75% przychodów pochodzi ze sprzedaży na rynki eksportowe: Włochy, Niemcy, WB, Francja, Benelux.

Ważne daty

28.08 - raport za 1H2009

Kurs akcji Mondi na tle WIG



Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Mondi Świecie Akumuluj

CELA.WA; MSC.PW

(Podwyższona)

Kto przetrwa kryzys jeśli nie Mondi?

W związku z kryzysem gospodarczym, spadkiem popytu na opakowania a w efekcie spadkiem cen papieru sytuacja w branży papierniczej jest trudna. Ceny CCM spadły poniżej jednostkowego kosztu produkcji znaczącej części producentów. W naszej ocenie powinno to przyspieszyć proces zamykania mocy produkcyjnych o najwyższych kosztach jednostkowych. W dłuższym okresie stawia to efektywnych kosztowo producentów, takich jak Mondi w komfortowej sytuacji. Z danych inwestora strategicznego wynika, że nowe moce produkcyjne zainstalowane w Świeciu (uruchomienie na przełomie 3/4 kwartału, docelowo 470 tys. ton rocznie) będą najtańszymi (pod względem kosztu jednostkowego) w UE. Naszym zdaniem, 2 i 3 kwartał to dno cyklu na rynku papieru CCM. O pierwszych symptomach ożywienia może świadczyć powoli rosnąca cena makulatury. Ewentualne osłabienie kursu, w związku ze słabymi wynikami za 2Q należy naszym zdaniem wykorzystać do akumulowania akcji spółki. Podwyższamy rekomendację inwestycyjną z trzymaj wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 57,4 PLN.

Wyniki za 2Q2009 i 2010

Spółka nie będzie publikowała raportu za 2Q2009 a jedynie raport półroczny (28 sierpnia). Na słabe wyniki za 2 i 3 kwartał wpływ będzie miał spadek cen papieru CCM na rynkach europejskich (od -18% do -40% r/r). Osłabienie PLN w stosunku do Euro częściowo amortyzuje spadek cen. Tym niemniej w 2Q2009 średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN jest aż o 12% niższa niż w poprzednim kwartale. W przypadku testinera i flutingu spadki wynoszą 17%. Ponieważ ceny nadal spadają przy stabilizacji PLN/Euro na poziomie 4,4, średnie w 3Q2009 nadal istotnie się obniżają (kraftliner -5%). Naszym zdaniem wyniki za 3Q powinny być publikowane już w okresie, kiedy ceny papieru na rynku europejskim ustabilizują się z perspektywą poprawy w roku 2010. Przy takim założeniu wyniki za 2 i 3Q będą miały charakter historyczny.

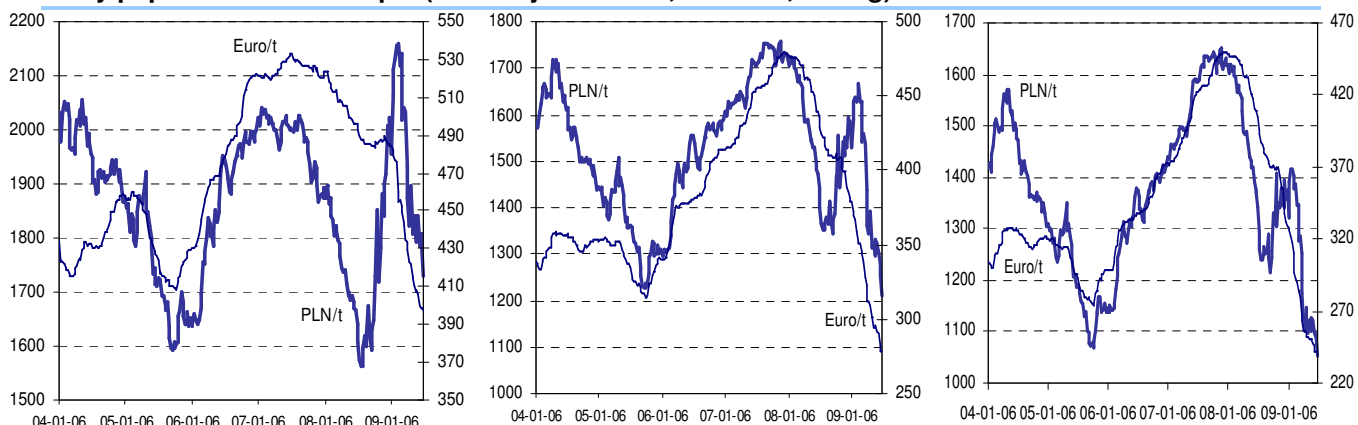
Istotnej poprawy wyników oczekujemy dopiero w roku 2010, kiedy spółka skokowo zwiększy wolumen sprzedaży a ceny papieru zaczną się odbudowywać. Naszym zdaniem Świecie nie będzie miało problemu z uplasowaniem na rynku produkcji z nowej maszyny. W 2010 roku oczekujemy, że sprzedaż wolumenowa wzrośnie o 380 tys. ton, w stosunku do 790 tys. ton wszystkich papierów CCM w 2008 roku. Dotychczasowa polityka Mondi Group wskazuje, że inwestor strategiczny redukując koszty dąży do przenoszenia produkcji do tańszych zakładów (rynki wschodzące) z krajów Europy Zachodniej.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1518,7	1406,3	1310,5	1837,1	2043,1
EBITDA	400,0	305,5	266,0	457,1	529,5
marża EBITDA	26,3%	21,7%	20,3%	24,9%	25,9%
EBIT	295,7	194,7	118,7	275,3	341,5
Zysk netto	246,2	141,2	78,1	203,5	265,5
DPS	5,4	0,0	0,0	0,3	2,0
P/E	9,8	17,1	31,0	11,9	9,1
P/CE	6,9	9,6	10,7	6,3	5,3
P/BV	2,5	2,3	2,0	1,7	1,6
EV/EBITDA	6,0	8,9	11,7	6,6	5,3
DYield	11,2%	0,0%	0,0%	0,6%	4,2%

CCM w Europie, pozycja Mondi

Spadek popytu na opakowania wynikający ze zmniejszenia produkcji przemysłowej a w efekcie bardzo niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych w produkcji CCM w dalszym ciągu wywierają negatywną presję na ceny papieru. RISI szacuje, że obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych w Europie Zachodniej obniżyło się do zaledwie 80% a spadek cen prawie we wszystkich typach papieru CCM osiągnął poziom niższy niż jednostkowy koszt wytworzenia dla znaczącej części producentów (Mondi Group szacuje, że ok. 40% produkcji testlinera jest obecnie nierentowna). Taka sytuacja powinna prowadzić do dalszych wyłączeń najdroższych pod względem jednostkowego kosztu produkcji – mocy wytwórczych. Na chwilę obecną zapowiedzi producentów w tym względzie są niewystarczające do zrównoważenia rynku, szczególnie biorąc pod uwagę wejście na rynek mocy produkcyjnych, których projekty inwestycyjne były uruchamiane jeszcze w okresie koniunktury gospodarczej (w tym m.in. projekt Mondi).

Ceny papieru CCM w Europie (od lewej: kraftliner, testliner, fluting)

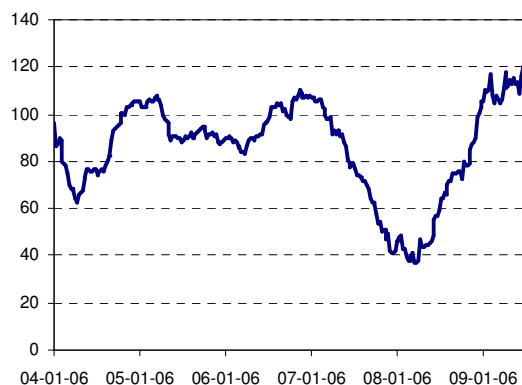


Źródło: FOEX, NBP

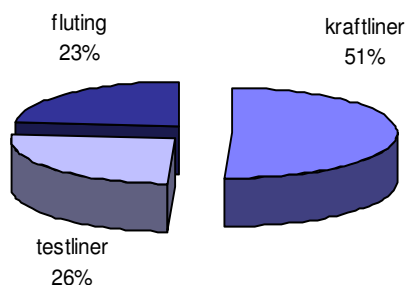
Zachowanie się cen papieru CCM przedstawiają powyższe wykresy. Należy zwrócić uwagę, że obecne poziomy są niższe niż w dołku poprzedniego cyklu, tj. w 2006 roku. W przypadku Świecie sytuacja jest o tyle bardziej komfortowa, że osłabienie PLN w stosunku do Euro częściowo amortyzuje spadek. Tym niemniej w 2Q2009 średnia cena kraftlinera wyrażona w PLN jest aż o 12% niższa niż w poprzednim kwartale. W przypadku testlinera i flutingu spadki wynoszą 17%. Ponieważ ceny nadal spadają przy stabilizacji PLN/Euro na poziomie 4,4 średnie w 3Q2009 nadal istotnie się obniżają (kraftliner –5%).

W pierwszych miesiącach roku ceny papierów makulaturowych: flutingu i testlinera spadały szybciej zwiększając lukę cenową w stosunku do kraftlinera, co w ostatnich tygodniach skłoniło odbiorców do zamiany kraftlinera na tańszy testliner. Tym samym producenci kraftlinera również musieli obniżyć cenę.

Różnica w cenie kraftlinera i testlinera, struktura sprzedaży CCM w Mondi Świecie (2008)



Źródło: FOEX, Mondi Świecie



Silny spadek popytu w sektorach będących odbiorcami CCM (spożywczy, budownictwo) a w efekcie spadek cen papieru poniżej kosztów produkcji powoduje, że producenci są zmuszani do redukcji zdolności wytwórczych o najwyższym koszcie jednostkowym (m.in. IP we Francji). W roku 2008 zamknięto moce produkcyjne testlinera i flutingu w wysokości 425 tys. ton rocznie. Jednocześnie wcześniej uruchomione (jeszcze przed kryzysem) projekty inwestycyjne dostarczyły 660 tys. ton nowych zdolności wytwórczych. W efekcie nastąpił wzrost tychże zdolności o ok. 1% potencjału. Przyspieszenie redukcji mocy nastąpiło w 2009. Do czerwca zamknięto 1 130 tys. ton, przy jednoczesnym uruchomieniu 260 tys. ton (-4% potencjału). W opisywanym okresie zdolności produkcyjne kraftlinera nie zmieniły się. Do końca 2010 producenci papieru uruchomią jeszcze trzy duże projekty (testliner, fluting, w tym, jeden w Świeciu) o łącznej mocy produkcyjnej 1 520 tys. ton, co stanowi 7% obecnie zainstalowanej mocy produkcyjnej. Niewiadomą pozostaje tempo kolejnych wyłączeń mocy, co w kolejnych kwartałach – przy powolnie odradzającym się popycie (wzrost PKB2010 w UE na poziomie 0,5%) - powinno determinować przyszłe zachowanie się cen.

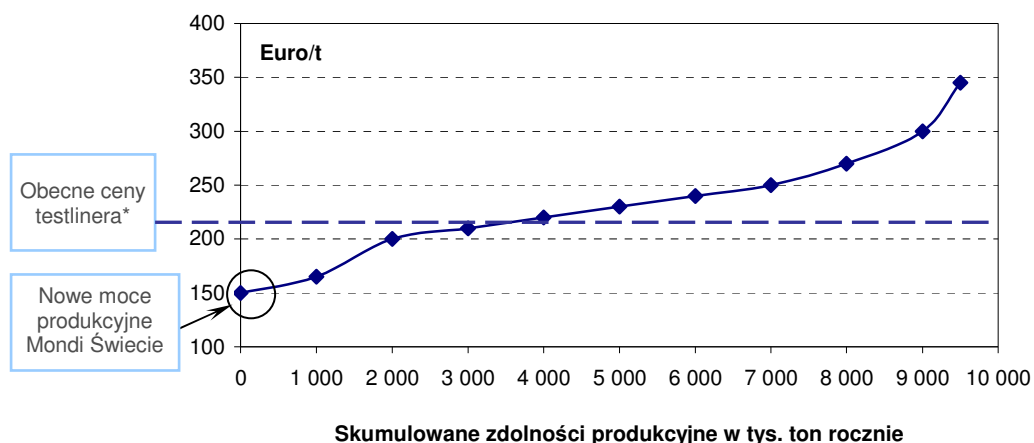
Uruchomienia/zamknięcia mocy produkcyjnych CCM w Europie

(tys. ton)	2008	2009 (YTD)	2H2009-2010P
Testliner/fluting			
otwarcia	660	260	1 520
zamknięcia	-425	-1 130	?
zmiana netto	235	-870	1 520
jako % zdolności produkcyjnych	1%	-4%	7%
Kraftliner			
otwarcia	-	-	-
zamknięcia	-	-	-
zmiana netto	-	-	-
jako % zdolności produkcyjnych	-	-	-

Źródło: Mondi Group, RISI, EMGE

W długim okresie o pozycji konkurencyjnej poszczególnych europejskich producentów będą decydowały koszty jednostkowe produkcji. Mondi Group należy do jednych z najtańszych producentów papieru CCM w Europie, natomiast maszyna papiernicza, która ma zostać uruchomiona w 2H2009 w Świeciu to pod tym względem absolutna czołówka europejska (wykres poniżej). Zwracamy uwagę, że zgodnie z danymi zamieszczonymi w prezentacji Mondi Group obecne ceny testlinera w Europie spadły poniżej znaczącej części produkcji.

Jednostkowy koszt wytworzenia testlinera w Europie na tle obecnych cen



Źródło: Mondi Group, Poyry Forest Industry Consulting, * szacunki Mondi Group po uwzględnieniu rabatów

Jednym z istotnych elementów decydujących o jednostkowym koszcie produkcji papieru (ok. 45-55% udział w kosztach wytworzenia) jest cena surowca (drewno, makulatura). Ceny drewna w Polsce na tle krajów europejskich są nieco niższe, co w połączeniu z tańszą siłą roboczą (7% kosztów rodzajowych w Mondi Świeciu) stanowi kluczowy element przewagi

konkurencyjnej. Dodatkowo Mondi Świecie wzbogaci się o bardzo wydajną maszynę papierniczą, co w długim okresie stawia spółkę w komfortowej sytuacji w stosunku do konkurencji, nawet w okresach przedłużającego się kryzysu.

Ceny drewna w wybranych krajach

Kraj	Cena EUR/m3	Kraj	Cena EUR/m3
RPA	21,2	Australia	34,8
Rosja (Syberia)	21,4	Szwecja	39,3
Brazylia	22,0	Chiny	41,6
Tajlandia	25,0	Finlandia	41,7
Indonezja	28,3	Indie	43,8
USA (Południe)	29,0	Słowacja	44,2
Chile	30,6	Francja	46,5
Rosja	32,8	Portugalia	47,2
Polska	33,9	Hiszpania	49,8
Kanada	34,2	Japonia	101

Źródło: Poyry 4Q2008 (drzewo twarde)

Mondi Group, w skład którego wchodzi Mondi Świecie jest jednym największych i najtańszych (w sensie efektywnym) w Europie, producentem papierów CCM. Z punktu widzenia Mondi Świecie oznacza to dostęp do niezbędnego know-how oraz rynku zbytu w sieci sprzedaży inwestora strategicznego.

Pozycja rynkowa Mondi Group w Europie

	% udział zdolności wytwórczych Mondi w łącznych kosztach sektora w Europie				Pozycja rynkowa*
	1 kwartyl	2 kwartyl	3 kwartyl	4 kwartyl	
Kraftliner	100%	-	-	-	1 lub 2
Testliner	70%	8%	17%	5%	4
Kraft	28%	35%	34%	3%	1 lub 2
UFP**	55%	43%	2%	-	2 lub 3

Źródło: Mondi Group, * przychody lub wolumen sprzedaży, ** papiery uniwersalne, m.in. biurowe

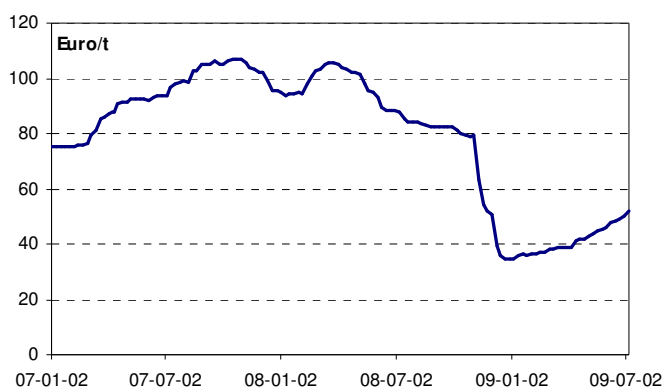
Od 4Q2009 nowe moce produkcyjne testlinera

Na przełomie 3 i 4 kwartału br. spółka uruchomi nową maszynę papierniczą, której moce produkcyjne wynoszą docelowo 470 tys. ton papieru (papier makulaturowy, testliner) rocznie. Dojście do pełnego wykorzystania mocy zajmie spółce do 3 lat (W pierwszym roku zakładamy, że nie mniej niż 80%). Dotychczas spółka produkowała na czterech maszynach papierniczych ok. 790 tys. ton papierów CCM, z czego ok. 50% stanowił kraftliner (ponadto spółka produkuje ok. 50 tys. ton papieru do produkcji worków – piąta maszyna). Biorąc pod uwagę najniższy w grupie jednostkowy koszt produkcji uważamy, że inwestor strategiczny będzie starał się jak najszybciej obłożyć maszynę zamówieniami, nawet kosztem ograniczania produkcji w innych zakładach grupy. W swojej strategii Mondi Group kładzie duży nacisk na obniżkę kosztów, przenosząc m.in. część produkcji do Afryki (RPA).

W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy, że nowa maszyna papiernicza ma zbliżony do dotychczasowych mocy produkcyjnych – jednostkowy koszt produkcji. Zgodnie z danymi Mondi Group będzie to jedno z najefektywniejszych kosztowo urządzeń w Europie. W związku z powyższym, obniżamy koszt jednostkowy wytworzenia tony papieru na nowej maszynie o 10%. Nadal wydaje się to założenie ostrożne. W ujęciu rocznym daje to oszczędność na poziomie ok. 40 mln PLN i będzie widoczne w wynikach za 2010 rok.

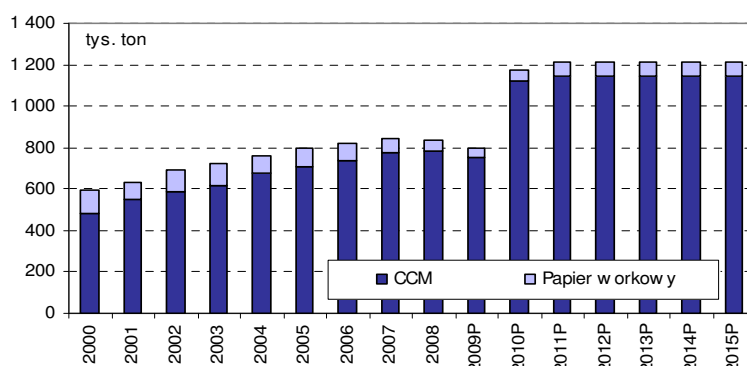
Produkcja na nowej maszynie będzie bazowała na makulaturze. Na przełomie roku 2008/9 załamanie się eksportu makulatury z Europy i USA do Chin, a w Polsce eksportu do Niemiec spowodowało szybki wzrost zapasów surowca i drastyczny spadek cen. W 1Q2009 cena skupu surowca za kg. wynosiła ok. 0,1 PLN, podczas gdy pół roku wcześniej 0,25 PLN. Taka sytuacja, chociaż w krótkim okresie korzystna dla spółki (spadek jednostkowego kosztu produkcji) stwarzała ryzyko załamania systemu skupu surowców a w efekcie problemy z jego dostępnością dla papierni. Obecnie widać już ożywienie popytu na makulaturę na rynku chińskim, co powoli przekłada się na wzrost cen surowca na FOEX. Może być to również zwiastunem zmiany trendu na papierach CCM.

Ceny makulatury na FOEX

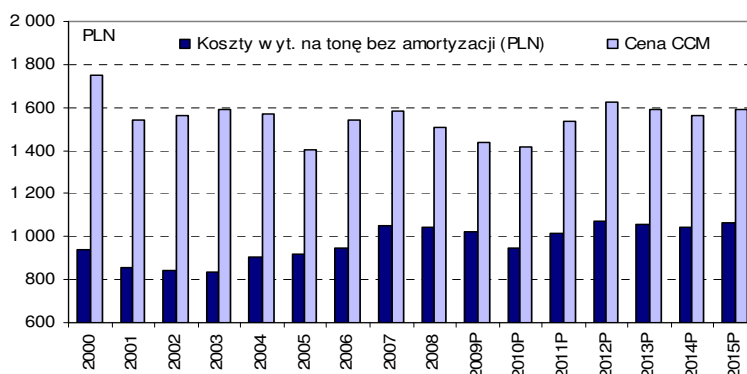


Źródło: FOEX

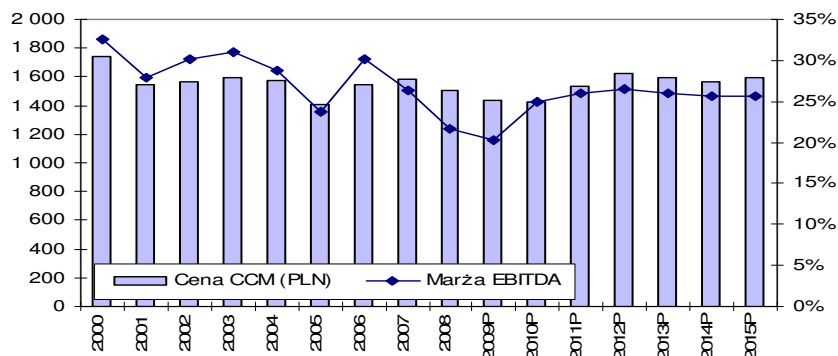
Wielkość produkcji poszczególnych typów papieru



Koszty wytworzenia a cena sprzedaży



Cena sprzedaży papieru a marża EBITDA



Źródło: Mondi Świecie, prognozy DI BRE Banku SA

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
Przychody ze sprzedaży	1 310,5	1 837,1	2 043,1	2 163,9	2 129,3	2 095,4	2 135,6	2 198,3	2 244,1	2 292,8	
zmiana	-6,8%	40,2%	11,2%	5,9%	-1,6%	-1,6%	1,9%	2,9%	2,1%	2,2%	
EBITDA	266,0	457,1	529,5	572,4	555,1	537,6	548,3	567,4	579,8	593,0	
marża EBITDA	20,3%	24,9%	25,9%	26,5%	26,1%	25,7%	25,7%	25,8%	25,8%	25,9%	
Amortyzacja	147,2	181,8	188,0	179,4	174,5	170,7	167,1	164,0	161,4	159,3	
EBIT	118,7	275,3	341,5	393,0	380,6	366,9	381,2	403,4	418,4	433,7	
marża EBIT	9,1%	15,0%	16,7%	18,2%	17,9%	17,5%	17,8%	18,4%	18,6%	18,9%	
Opodatkowanie EBIT	20,2	44,0	54,6	62,9	60,9	58,7	61,0	72,6	75,3	78,1	
NOPLAT	98,5	231,3	286,8	330,1	319,7	308,2	320,2	330,8	343,1	355,7	362,8
CAPEX	-531,1	-244,0	-102,2	-129,8	-127,8	-125,7	-128,1	-131,9	-134,6	-159,3	-159,3
Kapitał obrotowy	-98,9	-51,1	-19,4	-14,5	3,3	3,6	-4,2	-6,5	-4,5	-4,6	-4,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	-384,2	118,0	353,2	365,1	369,7	356,8	354,9	356,4	365,4	351,1	358,1
WACC	9,8%	9,9%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	10,0%
współczynnik dyskonta	91,1%	82,9%	75,0%	67,8%	61,3%	55,3%	49,9%	45,0%	40,5%	36,4%	36,8%
PV FCF	-350,0	97,8	265,0	247,7	226,6	197,4	177,1	160,2	147,9	128,0	1 638,5
WACC	9,8%	9,9%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	10,0%
Koszt długu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	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	17,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Dług netto / EV	26,2%	23,4%	14,7%	11,5%	9,9%	8,4%	6,6%	4,9%	3,6%	3,3%	10,0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	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)

4 453,9

Wzrost FCF w nieskończoność

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

1 638,5

-1,0% 0,0% 2,0% 4,0% 5,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

1 297,6

WACC +1,0pp 41,8 43,8 49,0 57,2 63,3

Wartość firmy (EV)

2 936,1

WACC +0,5pp 44,6 46,9 52,9 62,7 70,3

Dług netto

290,7

WACC 47,7 50,3 57,4 69,1 78,5

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp 51,1 54,1 62,4 76,7 88,6

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

WACC -01,0pp 54,9 58,3 68,1 85,8 101,1

Wartość firmy

2 645,4

Liczba akcji (mln.)

50,0

Wartość firmy na akcję (PLN)
52,9

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,4%

Cena docelowa
57,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 444,0	1 518,7	1 406,3	1 310,5	1 837,1	2 043,1	2 163,9
<i>zmiana</i>	<i>12,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>40,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>5,9%</i>
Koszty wytworzenia	884,2	984,9	968,5	967,1	1 291,4	1 415,9	1 476,7
Koszty zarządu	88,5	90,4	99,8	85,5	102,7	108,5	111,7
Koszty sprzedaży	171,1	150,1	143,7	142,1	170,7	180,2	185,6
Pozostała działalność operacyjna netto	26,3	2,5	0,4	3,0	3,0	3,0	3,0
EBIT	326,4	295,7	194,7	118,7	275,3	341,5	393,0
<i>zmiana</i>	<i>65,5%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-34,1%</i>	<i>-39,0%</i>	<i>131,9%</i>	<i>24,0%</i>	<i>15,1%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>22,6%</i>	<i>19,5%</i>	<i>13,8%</i>	<i>9,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>18,2%</i>
Wynik na działalności finansowej	6,7	8,1	-20,1	-24,8	-33,2	-25,5	-17,6
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	0,0	1,0	2,0
Zysk brutto	333,1	303,8	174,6	93,9	242,1	316,0	375,4
Podatek dochodowy	-63,2	-57,6	-33,5	-16,0	-38,7	-50,6	-60,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Zysk netto	270,0	246,2	141,2	78,1	203,5	265,5	315,5
<i>zmiana</i>	<i>99,4%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>-42,7%</i>	<i>-44,7%</i>	<i>160,6%</i>	<i>30,5%</i>	<i>18,8%</i>
<i>marża</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,6%</i>
Amortyzacja	108,1	104,3	110,8	147,2	181,8	188,0	179,4
EBITDA	434,5	400,0	305,5	266,0	457,1	529,5	572,4
<i>zmiana</i>	<i>42,7%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>-23,6%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>71,9%</i>	<i>15,8%</i>	<i>8,1%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>30,1%</i>	<i>26,3%</i>	<i>21,7%</i>	<i>20,3%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,9%</i>	<i>26,5%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
EPS	5,4	4,9	2,8	1,6	4,1	5,3	6,3
CEPS	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
ROAE	27,2%	24,8%	13,8%	6,9%	15,7%	18,1%	20,0%
ROAA	20,6%	18,1%	8,7%	3,8%	8,6%	11,0%	13,2%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 352,4	1 367,1	1 881,4	2 271,0	2 463,1	2 378,0	2 393,1
Majątek trwały	919,4	891,6	1 476,2	1 857,8	1 920,2	1 834,6	1 785,2
Wartości niematerialne i prawne	2,0	7,5	5,9	3,5	3,5	3,5	3,5
Rzeczowe aktywa trwałe	898,9	868,8	1 445,3	1 829,2	1 891,4	1 805,5	1 755,9
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	4,7	4,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Długoterminowe RM	13,8	10,6	22,1	22,3	22,5	22,7	22,9
Majątek obrotowy	433,0	475,4	405,2	413,1	542,8	543,4	607,9
Zapasy	92,3	129,4	140,7	131,1	117,4	130,5	138,3
Należności krótkoterminowe	272,7	283,9	228,5	213,0	331,7	368,9	390,7
Inwestycje krótkoterminowe	62,2	62,1	15,3	67,1	91,7	41,9	76,9
Krótkoterminowe RM	5,8	0,0	20,7	2,0	2,0	2,0	2,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 352,5	1 367,1	1 881,5	2 271,0	2 463,1	2 378,0	2 393,1
Kapitał własny	1 003,4	981,9	1 066,0	1 199,9	1 387,8	1 551,6	1 601,5
Kapitał akcyjny	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Kapitał zapasowy	673,1	672,6	918,7	1 059,9	1 122,4	1 224,2	1 224,2
Zysk z lat ubiegłych	272,6	249,3	144,0	80,9	206,4	268,4	318,3
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	196,0	650,0	600,0	350,0	300,0
Dług	0,0	0,0	196,0	650,0	600,0	350,0	300,0
Zobowiązania krótkoterminowe	264,9	300,0	538,6	378,6	432,9	434,0	449,2
Zobowiązania handlowe	213,3	251,9	428,6	268,6	322,9	353,0	367,2
Dług	51,6	48,1	110,0	110,0	110,0	80,0	80,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Dług	51,6	48,1	306,0	760,0	710,0	430,0	380,0
Dług netto	-10,6	-14,0	290,7	692,9	618,3	388,1	303,1
(Dług netto / Kapitał własny)	-1,1%	-1,4%	27,3%	57,7%	44,6%	25,0%	18,9%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,0	1,0	2,6	1,4	0,7	0,5
BVPS	20,1	19,6	21,3	24,0	27,8	31,0	32,0



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	336,5	328,8	403,6	126,4	334,2	434,1	480,4
Zysk netto	270,0	246,2	141,2	78,1	203,5	265,5	315,5
Amortyzacja	108,1	104,3	110,8	147,2	181,8	188,0	179,4
Kapitał obrotowy	-41,6	-21,8	151,6	-98,9	-51,1	-19,4	-14,5
Przepływy inwestycyjne	-144,3	-81,3	-688,8	-528,7	-244,0	-102,2	-129,8
CAPEX	-144,3	-81,3	-690,8	-528,7	-244,0	-102,2	-129,8
Przepływy finansowe	-186,1	-247,7	238,4	454,0	-65,6	-381,8	-315,5
Dług	42,6	-3,6	257,9	454,0	-50,0	-280,0	-50,0
Dywidendy/buy-back	-245,0	-270,0	0,0	0,0	-15,6	-101,8	-265,5
Pozostałe	16,3	25,9	-19,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	6,0	-0,1	-46,8	51,7	24,6	-49,8	35,0
Środki pieniężne na koniec okresu	62,3	62,1	15,4	67,1	91,7	41,9	76,9
DPS (PLN)	4,9	5,4	0,0	0,0	0,3	2,0	5,3
FCF	190,5	240,9	-146,1	-384,2	118,0	353,2	365,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	10,0%	5,4%	49,1%	40,3%	13,3%	5,0%	6,0%

Wskaźniki

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	9,0	9,8	17,1	31,0	11,9	9,1	7,7
P/CE	6,4	6,9	9,6	10,7	6,3	5,3	4,9
P/BV	2,4	2,5	2,3	2,0	1,7	1,6	1,5
P/S	1,7	1,6	1,7	1,8	1,3	1,2	1,1
FCF/EV	7,9%	10,0%	-5,4%	-12,3%	3,9%	12,6%	13,4%
EV/EBITDA	5,5	6,0	8,9	11,7	6,6	5,3	4,8
EV/EBIT	7,4	8,1	13,9	26,2	11,0	8,2	6,9
EV/S	1,7	1,6	1,9	2,4	1,7	1,4	1,3
DYield	10,1%	11,2%	0,0%	0,0%	0,6%	4,2%	11,0%
Cena (PLN)	48,4						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
MC (mln PLN)	2420,0	2420,0	2420,0	2420,0	2420,0	2420,0	2420,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 409,4	2 406,0	2 710,7	3 112,9	3 038,3	2 808,1	2 723,1



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„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 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.

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 Mondia

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2008-10-31	2009-04-02
kurs z dnia rekomendacji	32,50	53,50
WIG w dniu rekomendacji	28056,29	24145,69