

# Cersanit

(tłumaczenie)

6 lipca 2010

**Materiały budowlane**
**Kurs** 13,40 PLN \*  
**Wycena** 13,86 PLN

**Trzymaj**  
 (podtrzymanie)

Stopa zwrotu	1m	3m	12m
Absolutna (%)	-1%	-15%	+30%
Relatywna do WIG20	+2%	-4%	+2%
Max/ min. (12-mies.)	17,98/ 10,15 PLN		
Reuters	CRSA.WA		
Bloomberg	CST PW		
Kapitalizacja (mln EUR)	470		
Następne wydarzenie w spółce:	31 sierpnia - publikacja raportu za 2Q09		
PLN/EUR	4,15		

FY/e 31.12, (mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Sprzedaż</b>	1 415,2	1 511,6	1 743,4	1 936,4
<b>EBITDA</b>	284,7	322,3	387,2	448,8
<b>EBIT</b>	168,1	197,2	251,0	299,1
<b>Zysk netto</b>	-8,1	184,2	181,7	180,2
<b>EPS (PLN)</b>	-0,06	1,28	1,26	1,25
<b>C/Z (x)</b>	n.a.	10,6	10,7	10,8
<b>Dywidenda na akcję (PLN)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Stopa dywidendy</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EV/EBITDA (x)</b>	10,7	9,2	7,9	7,1

Źródło: Cersanit, KBCS

\* kurs zamknięcia z 06/06/2010

Wolumen sprzedaży Cersanitu w Polsce zmniejszył się ostatnio, co wskazuje na słabsze niż oczekiwano ożywienie popytu krajowego. Skłoniło nas to do obniżenia prognozy przychodów całorocznych na 2010 rok. Wydaje nam się mało prawdopodobne, aby takie jednorazowe wydarzenia jak powódź mogły wpłynąć na podwyższenie sprzedaży w najbliższej przyszłości, ich wpływ spodziewamy się zauważyć nie wcześniej niż pod koniec br. Aby uwzględnić zmiany prognoz walut podwyższyliśmy prognozę zysku netto na 2010 i 2011 odpowiednio o 82% i 24% do 184,2 mln zł i 181,7 mln zł, ale na 2012 rok obniżyliśmy prognozę o 2,6% do 180,2 mln zł. Obniżyliśmy także naszą wycenę, głównie ze względu na wolniejsze niż oczekiwaliśmy tempo ożywienia na rynku krajowym, o 5,7% do 13,86 zł na akcję, co implikuje 3,4% potencjału wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

## Rekomendacja Trzymaj podtrzymana

- **Spowolniony popyt...** Ostatnie wypowiedzi zarządu sugerują, że popyt nadal zaskakiwał negatywnie. W Krasnymstawie i Opocznie moce produkcyjne nie były w pełni wykorzystane, w efekcie trudno oczekiwać w przyszłości podwyżek cen. Ponadto wojna cenowa wzmacnia negatywny wpływ warunków gospodarczych na polskim rynku płytek ceramicznych. Prognozujemy w br. spadek sprzedaży spółki na rynku krajowym 3,2% r/r.
- **... nie pozwala na poprawę marż.** Spodziewamy się, że pozytywny wpływ wyższego wykorzystania mocy produkcyjnych zostanie ograniczony ze względu na presję na ceny produktów ze strony konkurencji w najbliższej przyszłości. Zakładamy, że w 2010 roku marża EBITDA wyniesie 21,3%, by w 2011 wzrosnąć do 22,2% i powrócić do poziomu porównywalnego z 2008 rokiem.
- **Ekspansja w planach.** Zarząd ostatnio podpisał umowę z niemiecką spółką Meissen Ceramik, która daje Niemcom prawo do wyłącznej dystrybucji produktów Cersanitu w Niemczech, Austrii, Szwajcarii i krajach Beneluksu. Spółka oczekuje, że w wyniku współpracy uda się w ciągu następnych 5 lat osiągnąć 350 mln EUR ze sprzedaży produktów w Europie Zachodniej. Sceptycznie podchodzimy do tych oczekiwań; rynki zachodnie są wyjątkowo wymagające, a klienci przyzwyczajeni do hiszpańskich i włoskich produktów.
- **Zadłużenie pod kontrolą.** Wskaźniki zadłużenia spółki są wysokie, ale wydaje się, że spółce nie grożą problemy z rolowaniem zadłużenia. Prognozujemy na koniec 2010 roku spadek wskaźnika Dług Netto/EBITDA do 3,2x, a na koniec 2011 roku wskaźnik powinien spaść do 2,9x.
- **Rozsądna wycena.** W ciągu ostatnich 3 miesięcy kurs akcji Cersanitu spadł o 15%, dając zwrot niższy o 4% niż indeks WIG20, a także niższy niż porównywalne spółki zachodnioeuropejskie. Cersanit jest obecnie notowany przy 7,9x EV/EBITDA na 2011P, z 17,7% premią w stosunku do porównywalnych spółek (dużo mniejsza niż dotychczas). Uważamy, że niewielka premia jest uzasadniona wysokim potencjałem wzrostu Cersanitu w długim horyzoncie.

Robert Maj

+48 22 581 08 24

robert.maj@kbcsecurities.pl

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**BVPS** = wartość księgowa/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla spółki Cersanit wydane w ciągu ostatnich 6 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Cersanit	9,33	8,64	Trzymaj	24 lutego 2009
Cersanit	9,35	12,00	Sprzedaj	25 maja 2009
Cersanit	13,50	17,47	Sprzedaj	27 sierpnia 2009
Cersanit	14,70	14,99	Trzymaj	6 listopada 2009
Cersanit	13,86	13,4	Trzymaj	6 lipca 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 Kupuj	50%
16 Trzymaj	36%
16 Sprzedaj	14%

## Lista kontaktów

### Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<a href="mailto:mark.macrae@kbcsecurities.pl">mark.macrae@kbcsecurities.pl</a>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<a href="mailto:marta.czajkowska@kbcsecurities.pl">marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</a>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<a href="mailto:michal.konarski@kbcsecurities.pl">michal.konarski@kbcsecurities.pl</a>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<a href="mailto:peter.tordai@kbcsecurities.hu">peter.tordai@kbcsecurities.hu</a>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<a href="mailto:barbara.janosi@kbcsecurities.hu">barbara.janosi@kbcsecurities.hu</a>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<a href="mailto:olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu">olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</a>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<a href="mailto:lajos.meszaros@kbcsecurities.hu">lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</a>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<a href="mailto:peter.csaszar@kbcsecurities.hu">peter.csaszar@kbcsecurities.hu</a>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<a href="mailto:leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl">leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</a>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<a href="mailto:piotr.janik@kbcsecurities.pl">piotr.janik@kbcsecurities.pl</a>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<a href="mailto:kamil.szlaga@kbcsecurities.pl">kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</a>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<a href="mailto:robert.maj@kbcsecurities.pl">robert.maj@kbcsecurities.pl</a>
Nieruchomości	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<a href="mailto:lucian.albulescu@kbcsecurities.ro">lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</a>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<a href="mailto:cezary.bermatek@kbcsecurities.pl">cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</a>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<a href="mailto:piotr.owdziej@kbcsecurities.pl">piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</a>
Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<a href="mailto:renata.kania@kbcsecurities.pl">renata.kania@kbcsecurities.pl</a>

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<a href="mailto:urszula.kowalska@kbcsecurities.pl">urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</a>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrumentów finansowych, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.