



Raport analityczny

Opoczno S.A.

Warszawa, 22 lutego 2007 r.

Numer ewidencyjny 07/02/02

Kurs akcji	43,00 zł
Range roczny	27, 20 - 47,50 zł
Kapitalizacja	707,35 mln zł
Free float	279,26 mln zł
Udział w WIG	0,20%
Beta	0,48
Wol. śr. (1 m-c)	29 630 szt.
WIG	55 343 pkt

Opoczno vs. WIG



Struktura akcjonariatu

Cersanit	48,42%
PZU Asset Management	6,83%
Pioneer Pekao IM	5,27%
Pozostali	39,48%

Rekomendacja

Akumuluj

Wycena – 47,70 zł

Poprzednie rekomendacje (6 m-cy)

Data Rodzaj Kurs

- - -

Wycena

Akcje Opoczno zostały wycenione metodą porównawczą oraz modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Obu metodom przyznano taką samą wagę w wycenie końcowej. Wartość akcji oszacowana w oparciu o wycenę porównawczą wyniosła **49,85 zł**, natomiast w oparciu o model DCF - **45,72 zł**. Średnia z obu sposobów wyceny dała cenę **47,78 zł**. Akcje są obecnie notowane z dyskontem w stosunku do otrzymanego wyniku. Rekomendujemy **akumulowanie** akcji Opoczno i szacujemy ich cenę na **47,70 zł**.

Streszczenie

Opoczno jest czołowym w Polsce producentem płytek ceramicznych. W 2004 roku udział firmy w krajowym rynku płytek był szacowany na 26 proc. całkowitej ilości sprzedanych płytek. W pierwszym półroczu 2006 grupa kapitałowa wyprodukowała ponad 10 mln m² płytek i dekoracji ceramicznych. Profil działalności jest jednorodny – ponad 96 proc. realizowanych przychodów pochodzi ze sprzedaży płytek i dekoracji ceramicznych.

Sprzedaż jest realizowana zarówno na rynkach krajowych, na których działają spółki wchodzące w skład grupy (Polska i Litwa), jak również na rynkach zagranicznych. W pierwszym półroczu 2006 65,8 proc. łącznej sprzedaży zrealizowanych zostało na rynkach krajowych, a 34,2 proc. na rynkach zagranicznych, przy czym widoczna jest tendencja zwiększania się przychodów z tytułu sprzedaży zagranicznej.

Oferta wyrobów obejmuje płytki we wszystkich głównych kategoriach tego typu wyrobów, czyli płytki gresowe, ściennie i podłogowe oraz dekoracje ceramiczne. Opoczno produkuje wyroby w trzech markach własnych: Opoczno, Primacer oraz GresTeQ, a oprócz tego wytwarza płytki pod markami dedykowanymi, głównie dla sieci marketów budowlanych. Głównym brandem pozostaje marka Opoczno, a wyroby tej marki stanowiły w pierwszym półroczu ubiegłego roku ponad 51 proc. ogólnej ilości sprzedanych płytek. Marka Opoczno jest najbardziej rozpoznawalną marką płytek ceramicznych w Polsce, co jest niewątpliwym atutem spółki.

2006 rok przyniósł istotniejsze zmiany w akcjonariacie. Credit Suisse First Bostoc Ceramic Partners sprzedał znaczący pakiet akcji Cersanitowi. W ramach wypełnienia postanowień umowy, nowy inwestor ogłosił wezwanie na 100 proc. akcji Opoczno. W efekcie zakończonego wezwania Cersanit posiada obecnie akcje stanowiące 48,42 proc. głosów na walnym zgromadzeniu.

wybrane pozycje skonsolidowanego rachunku wyników oraz wskaźniki

tys. zł	2005	2006 P	2007 P	2008 P	2009 P
Przychody ze sprzedaży	417 767	432 400	466 900	496 400	521 700
Zysk operacyjny	45 237	17 100	46 700	54 500	59 200
Zysk netto	29 656	4 100	28 600	35 000	41 800
EPS (zł)	1,80	0,25	1,74	2,13	2,54
P/E *	23,85	172,52	24,73	20,21	16,92
BVPS (zł)	16,67	16,18	17,82	19,11	20,58
P/BV *	2,58	2,66	2,41	2,25	2,09
Marża EBIT	10,83%	3,95%	10,00%	10,98%	11,35%
Marża EBITDA	21,40%	14,36%	19,85%	20,25%	20,36%

* wskaźniki przy cenie 43,00 zł

Analitik: Jacek Buczyński Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933, (48 12) 682 83 84; Internet: www.makler.bph.pl

Opracowanie niniejsze jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BM Banku BPH S.A., którzy otrzymali je bezpośrednio od BM Banku BPH S.A.

© 2006 BM Banku BPH S.A. - Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwrócenie w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody BM Banku BPH S.A. jest zabronione.

Zespół Analiz BM Banku BPH S.A.: ul. Towarowa 25, 00-958 Warszawa; tel.: (22) 531 91 26, 531 90 51, 531 89 22, 531 91 08, fax: 531 88 22

WYCENA

Wartość akcji Opoczno została oszacowana w oparciu o metodę porównawczą i przy wykorzystaniu modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Obu sposobom wyceny przyznano takie same wagi w końcowym wyniku wynoszące 50 proc. Spółki wykorzystane jako baza w metodzie porównawczej cechują wprawdzie duże różnice jeśli chodzi np. o pozycję rynkową czy gamę oferty, ale mimo to, nie zdecydowaliśmy się na obniżenie wagi wyceny uzyskanej na tej podstawie, głównie z uwagi na relatywnie jednorodny profil działalności wszystkich podmiotów.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza Opoczno została sporządzona na bazie trzech wskaźników rynkowych: EV/EBITDA, P/CEPS oraz MC/EBITDA. Wskaźniki rynkowe dla spółki porównano ze wskaźnikami firm notowanych na GPW o zbliżonym profilu działalności. Wartości wskaźników dla spółek porównywanych oraz Opoczno wyznaczono w oparciu o prognozy wyników BM BPH na lata 2007 – 2009.

Wskaźniki wyceny porównawczej na podstawie prognoz wyników na lata 2007-2009

Spółka	EV/EBITDA '07	EV/EBITDA '08	EV/EBITDA '09	P/CEPS '07	P/CEPS '08	P/CEPS '09	MC/EBITDA '07	MC/EBITDA '08	MC/EBITDA '09
Cersanit	17,10	12,75	11,16	19,97	15,19	13,04	16,89	12,55	10,97
Polcolor	9,58	8,92	8,43	11,68	10,54	9,75	9,40	8,76	8,29
NowaGala	8,48	7,41	7,34	9,28	9,00	8,89	7,60	7,41	7,34
Mediana	9,58	8,92	8,43	11,68	10,54	9,75	9,40	8,76	8,29
Opoczno	9,63	8,73	8,22	9,48	8,73	7,97	7,63	7,04	6,66
Cena	42,72	44,15	44,34	52,99	51,88	52,62	52,95	53,54	53,49
Wycena średnia	49,85								

Źródło: wyliczenia własne

W przypadku większości wykorzystanych wskaźników, Opoczno jest obecnie wyceniane z dyskontem w stosunku do porównywanych spółek, co zwłaszcza w odniesieniu do dwóch mniejszych podmiotów (Nowa Gala i Polcolorit) nie znajduje według nas w pełni uzasadnienia. Aktualna wycena rynkowa jest natomiast zbliżona do wartości uzyskanej na podstawie wskaźnika EVEBITDA (mediany) wyliczonego w oparciu o prognozy wyników na 2007 rok.

Uśredniona wycena na bazie wykorzystanych wskaźników wyniosła **49,85 zł** za 1 akcję.

Wycena modelem DCF

Wolne przepływy gotówkowe zostały obliczone na podstawie prognozy wyników na lata 2007 – 2011 oraz założonego stałego długoterminowego wzrostu wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy.

W modelu wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) przyjęto między innymi następujące założenia:

- wzrost przychodów ze sprzedaży w latach 2007 – 2011 z poziomu 466,9 mln zł do 568,8 mln zł (CAGR 5,03 proc.)
- marża operacyjna w roku 2007 na poziomie 10,0 proc., w roku 2008 na poziomie 10,98 proc. W kolejnych latach wzrost do poziomu 12,16 proc.
- średnia marża EBITDA w całym okresie szczegółowej prognozy na poziomie 20,34 proc.
- średnioroczna wielkość wydatków inwestycyjnych w latach 2007 – 2011 na poziomie 40,0 mln zł
- relacja długu do kapitału własnego w okresie szczegółowej prognozy na średnim poziomie ok. 0,36
- stały wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 2,5%
- średni ważony koszt kapitału w okresie 2007–2011 na poziomie średnio 8,16% (spadek z 8,6% w 2007 r. do 7,8% w 2011 roku).

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w latach 2007–2011 wyniosła 191,7 mln zł, zaś zdyskontowana wartość rezydualna spółki 742,9 mln zł. Zdyskontowana wartość kapitału własnego wyniosła 934,6 mln zł.

Suma FCF [mln zł]	246,4
Suma DFCF [mln zł]	191,7
Stopa wzrostu FCF	2,5%
Wartość rezydualna [mln zł]	1 100,2
DRV [mln zł]	742,9
DFCF+DRV [mln zł]	934,6
Dług netto [mln zł]	182,6
Wartość KW [mln zł]	752,0
Akcje	16 450 000
Wartość na jedną akcję [zł]	45,72zł

Po uwzględnieniu długu netto, bieżąca wartość kapitału własnego przypadająca akcjonariuszom wyniosła 752,0 mln zł. Oszacowana na podstawie modelu DCF wartość 1 akcji to **45,72 zł**.

Wycena końcowa

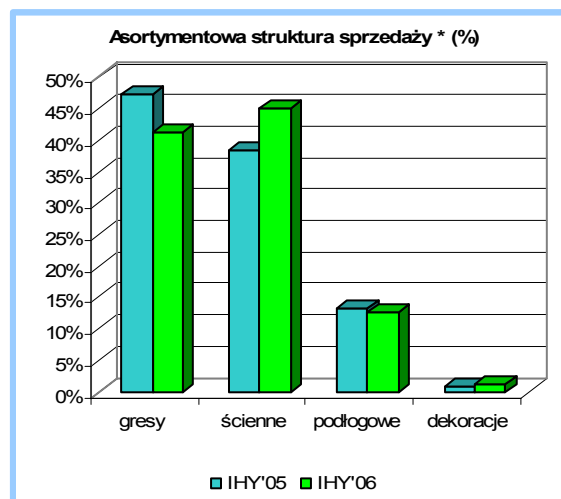
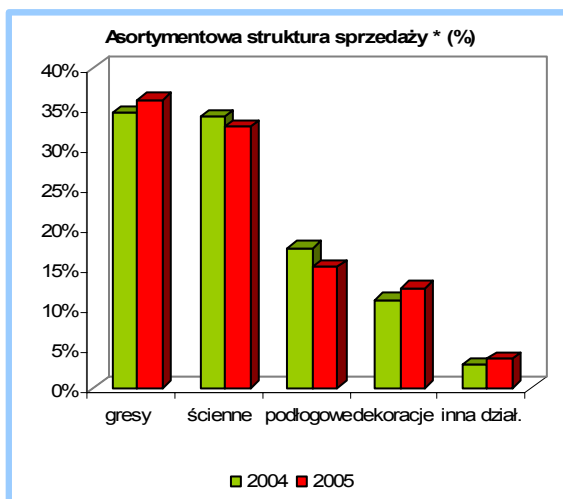
Wartość akcji Opoczno wyznaczona w oparciu o porównanie wskaźników rynkowych do mediany wskaźników dla innych podmiotów o zbliżonym profilu działalności wyniosła **49,85 zł**. Wartość akcji w oparciu o model DCF wyniosła **45,72 zł**. Średnia obu metod dała **cenę na poziomie 47,78 zł za akcję**.

Charakterystyka spółki

Opoczno jest czołowym producentem płytek ceramicznych w Polsce, a marka „Opoczno” jest najlepiej rozpoznawalnym brandem w tym segmencie. Historia produkcji płytek ceramicznych przez Opoczno sięga 120 lat. Prywatyzacja rozpoczęła się w 2000 roku poprzez nabycie przez Credit Suisse First Boston Ceramic Partners pakietu 50,2 proc. akcji od Skarbu Państwa oraz objęcie akcji w podwyższonym kapitale zakładowym. Proces zakończył się w 2004 roku, a w jego wyniku udział Credit Suisse First Boston Ceramic Partners w kapitale zakładowym spółki osiągnął 98,8 proc.

W pierwszym półroczu 2006 roku grupa wyprodukowała ponad 10 mln m² płytek i dekoracji ceramicznych, co jednak w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku oznaczało spadek o 6,2 proc. Oferta produktowa należy do najszerzych na polskim rynku i jest stale rozbudowywana i unowocześniana zgodnie z najnowszymi trendami.

Opoczno posiada bardzo dobrze rozwiniętą sieć dystrybucji obejmującą obszar całego kraju. Składają się na nią zarówno tradycyjne kanały, czyli hurtownie dostarczające wyroby oraz rozbudowana sieć punktów sprzedaży detalicznej, jak również grupa supermarketów budowlanych dysponująca ponad stu placówkami.



* bez przychodów ze sprzedaży biskwitu (z uwagi na znikomy udział)

Źródło: raporty spółki

Opoczno oferuje płytki we wszystkich podstawowych segmentach, które obejmują gresy, płytki ścienne, podłogowe oraz dekoracje ceramiczne. W portfolio wyrobów znajdują się również płytki przemysłowe, kwasoodporne i przeciwpoślizgowe.

Na koniec 2005 roku oferta obejmowała ponad sto kolekcji wchodzących w skład trzech marek własnych, czyli Opoczno, Primacer oraz Gres TeQ oraz marek dedykowanych, głównie dla sieci supermarketów.

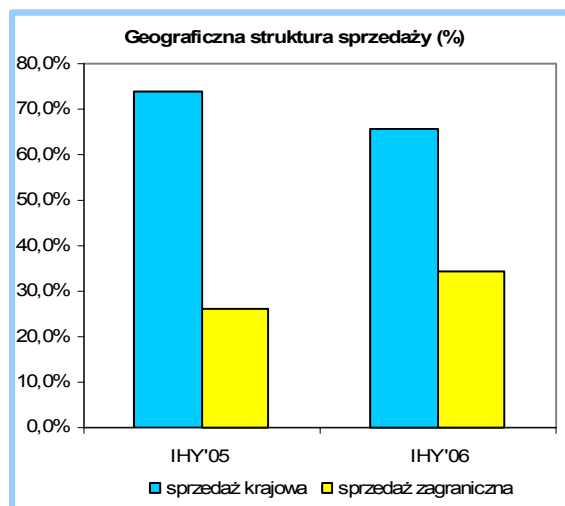
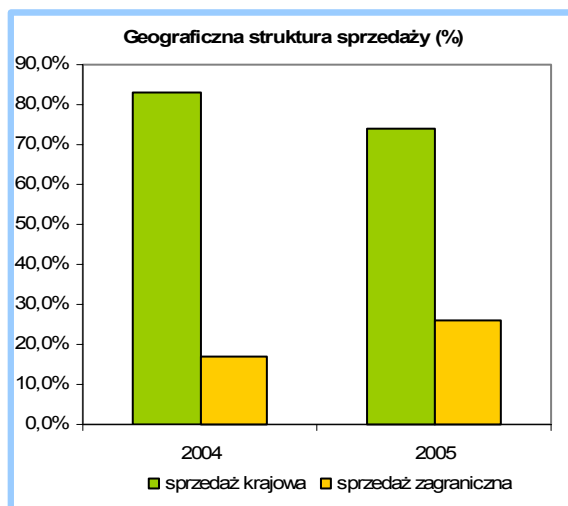
Opoczno jest kluczową marką spółki i jest to jednocześnie najlepiej rozpoznawalna marka płytek ceramicznych w Polsce. W pierwszym półroczu ubiegłego roku wyroby tej marki stanowiły 51,8 proc. ogólnego wolumenu sprzedanych przez firmę płytek. Marka skupia w portfolio około 90 kolekcji płytek ściennych, podłogowych, a także gresu szklwionego i nieszkliwionego. Uzupełnieniem poszczególnych kolekcji płytek bazowych są również dekoracje. Oferta wyrobów pod brandem Opoczno kierowana jest do całego rynku.

Primacer to marka w skład, której wchodziły niedrogie płytki ściennie (głównie w formacie 20x25) przeznaczone do użytku wewnętrznego. Na koniec 2005 roku w ramach tej marki w ofercie była jedna kolekcja.

Marka Gres TeQ obejmuje płytki produkowane w technologii gres porcelanato w wersji szkliwionej i nieszkliwionej. Na koniec 2005 roku spółka oferowała w ramach tego brandu jedną kolekcję gresu szkliwionego i pięć kolekcji gresu nieszkliwionego.

Marki dedykowane obejmują kolekcje wchodzące w skład marek własnych spółki, które oferowane są poszczególnym sieciom marketów, zwłaszcza budowlanych. Grupa ta obejmuje kolekcje ściennie w formacie 20x25, płytki podłogowe, kamionkowe oraz gres szkliwiony i nieszkliwiony.

Plany spółki zakładają dalszy rozwój i unowocześnianie portfela oferowanych wyrobów, przy czym w założeniach ma być on oparty głównie na marce Opoczno. Biorąc pod uwagę pozycję tego brandu i jego znaczenie dla firmy, takie podejście jest według nas jak najbardziej uzasadnione. Jeśli chodzi o marki dedykowane rozwój portfela ma iść w kierunku przygotowania nowych kolekcji dla marketów budowlanych oraz rozszerzenia oferty gresów pod marką Gres TeQ, konkurencyjnych nie tylko pod względem cenowym, ale też jakościowym.



źródło: raporty spółki

Głównymi rynkami zbytu są rynki krajowe, gdzie działają spółki wchodzące w skład grupy, czyli Polska i Litwa. Coraz większe znaczenie, z punktu widzenia osiąganych przychodów zaczyna jednak odgrywać sprzedaż zagraniczna. Głównym kierunkiem eksportu są Rosja oraz kraje WNP. W 2005 roku eksport na te rynki stanowił 17,6 proc. łącznych przychodów grupy, a zarazem prawie 66,8 proc. zrealizowanej sprzedaży eksportowej.

Powoli, aczkolwiek konsekwentnie, Opoczno buduje również swoją pozycję w Europie zachodniej. Eksport w tym kierunku stanowi wprawdzie w dalszym ciągu znikomą część sprzedaży i nie ma większego wpływu na osiągane wyniki, ale jego udział w ogólnych przychodach sukcesywnie się zwiększa. W 2005 roku sprzedaż na rynek niemiecki i krajów Europy zachodniej stanowiła 0,9 proc. łącznych przychodów, podczas gdy rok wcześniej było to 0,2 proc., co oznacza ponad czterokrotny wzrost. Progresja w tym zakresie utrzymała się również w pierwszej połowie ubiegłego roku. W tym czasie eksport na rynki zachodnie stanowił już 3 proc. ogólnej sprzedaży grupy i w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku wzrósł o ponad 300 proc.

Ekspansja zagraniczna, pozytywna z czysto biznesowej perspektywy, ma jednak w obecnych warunkach również swoje słabsze strony, a jedną z nich jest zwiększająca się ekspozycja na ryzyko zmian kursów walutowych, na które Opoczno jest najbardziej narażone od strony przychodów.

Nowy znaczący inwestor - kilka niewiadomych

W ubiegłym roku nastąpiły istotne zmiany w strukturze akcjonariatu Opoczna. Cersanit zawarł z dotychczasowym największym inwestor spółki - Credit Suisse First Boston Ceramic Partners umowę, na mocy której nabył prawo do zakupu od CSFB Ceramic Partners pakietu akcji Opoczna. W dalszym etapie Cersanit ogłosił pod koniec września 2006 roku wezwanie, w ramach którego planował nabyć 100 proc. Opoczna. Zaoferowana cena wynosiła 33,50 zł. W stosunku do wyceny rynkowej z tamtego okresu propozycja nie była to zbyt atrakcyjna propozycja dla inwestorów. Uwzględniając kurs zamknięcia Opoczna z dnia ogłoszenia wezwania (25 września 2006), który wynosił 39,4 zł, proponowana przez nowego inwestora cena zawierała prawie 15 proc. dyskonta.

Według nas, abstrahując nawet od reakcji rynku związanych z wejściem do opoczyńskiej spółki jednego z większych graczy w branży, jak na zamiar przejęcia kontroli nad liderem rynku, nie była to zbyt atrakcyjna propozycja.

Pomimo trwającego trendu wzrostowego kursu akcji Opoczna, Cersanit nie zdecydował się na podwyższenie ceny wezwania. Ostatecznie, w ramach wezwania inwestor nabył 48,42 proc. akcji i obecnie posiada taki właśnie udział w kapitale zakładowym i liczbie głosów.

Nie posiadamy wiedzy dotyczącej rzeczywistych zamiarów oraz planów nowego inwestora i nie wykluczamy, że uczestnictwo Opoczna w zmienionych strukturach przyniesie tej spółce w przyszłości korzyści ekonomiczne. Pomimo to niektóre kwestie związane z tym procesem mogą, w naszej ocenie, dawać powody by z pewną ostrożnością podchodzić do skali jego ostatecznych efektów dla Opoczna. Obie spółki to konkurenci, których oferta nie jest niewątpliwie komplementarna. W takim wypadku zapowiadana, jednoczesna budowa pozycji obu marek może być trudnym zadaniem. Biorąc dodatkowo pod uwagę, że Opoczno posiada stosunkowo dobrą pozycję na perspektywicznych rynkach wschodnich nie można wykluczyć, że inwestor strategiczny będzie starał się wykorzystać ten stan do aktywniejszej promocji własnych wyrobów przy wykorzystaniu tego kanału sprzedażowego.

Uważamy, że Cersanit będzie starał się oczywiście pokazać, że przejęcie kontroli nad Opoczniem nie miało na celu osłabienia pozycji znaczącego konkurenta, ale jednocześnie spodziewamy się, że korzyści wynikające z tej akwizycji będą w przeważającym stopniu widoczne na poziomie grupy kapitałowej inwestora.

Otoczenie rynkowe

Światowy rynek płytek ceramicznych

Światowy rynek płytek ceramicznych charakteryzuje wysoka regionalizacja produkcji, głównie ze względu na znaczący udział kosztów transportu w ogólnych kosztach sprzedaży oraz z uwagi na różnice preferencji odbiorców na poszczególnych rynkach.

Największym producentem płytek ceramicznych na świecie, a jednocześnie ich największym konsumentem pod względem wolumenu są Chiny. Przeważająca część chińskiej produkcji przeznaczona jest na rynek krajowy, a eksport ogranicza się w największym stopniu do krajów azjatyckich i Bliskiego Wschodu.

W 2003 roku udział producentów europejskich w globalnej produkcji płytek ceramicznych sięgał ponad 30 proc. Zdecydowana większość z tego przypadła na Włochy i Hiszpanię, które to kraje są największymi w Europie producentami i eksporterami płytek. Równocześnie państwa te należą do największych konsumentów płytek na naszym kontynencie. Na trzecim miejscu pod tym względem są Niemcy.

Coraz większego znaczenia dla producentów europejskich nabiera rynek rosyjski. W latach 1999-2003 odnotował on najwyższą w Europie dynamikę wzrostu, zarówno pod względem produkcji jak i konsumpcji. Stosunkowo duży udział w rynku rosyjskim mają wyroby pochodzące z importu.

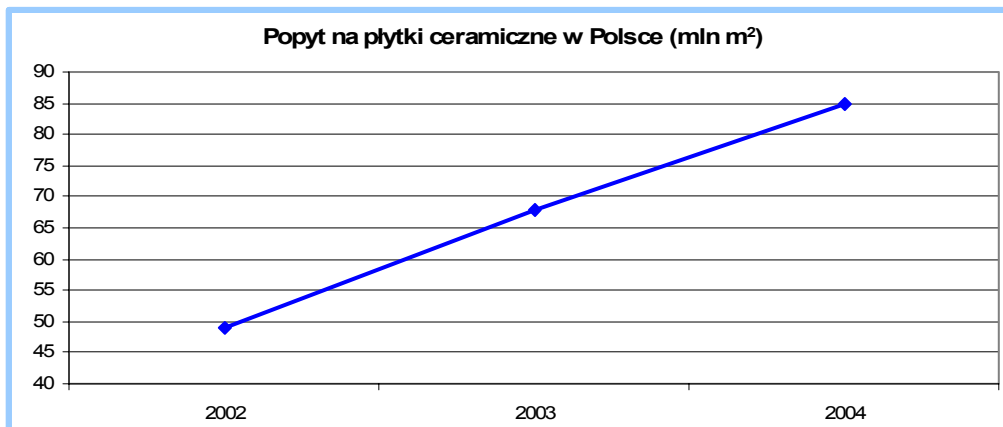
Kraj	% światowej produkcji w 2003 r.	% światowej konsumpcji w 2003 r.
Hiszpania	10,4	5,8
Włochy	10,0	3,2
Portugalia	1,2	1,0
Rosja	1,2	1,6
Polska	1,1	1,3
Niemcy	1,0	2,6
Francja	0,7	2,2

źródło: prospekt emisyjny spółki

Polski rynek płytek ceramicznych – duże zmiany w ostatnich latach

Pod względem konsumpcji Polska jest szóstym rynkiem w Europie. Popyt krajowy w większości zaspokajają obecnie producenci krajowi i pod tym względem zaszły w ostatnich latach istotne zmiany. Do końca lat 90-tych ubiegłego wieku większość płytek ceramicznych wykorzystywanych w Polsce pochodziła z importu, głównie z Włoch i Hiszpanii. Przełomowy był rok 2000, kiedy to wielu krajowych wytwórców dokonało znacznych nakładów na modernizację i unowocześnienia procesów produkcyjnych. W ślad za tym poszły również działania w zakresie unowocześnienia wzornictwa i zwiększenia oferty asortymentowej, co obok niższych kosztów wytwarzania (w efekcie modernizacji produkcji) zwiększyło konkurencyjność rodzimych wyrobów.

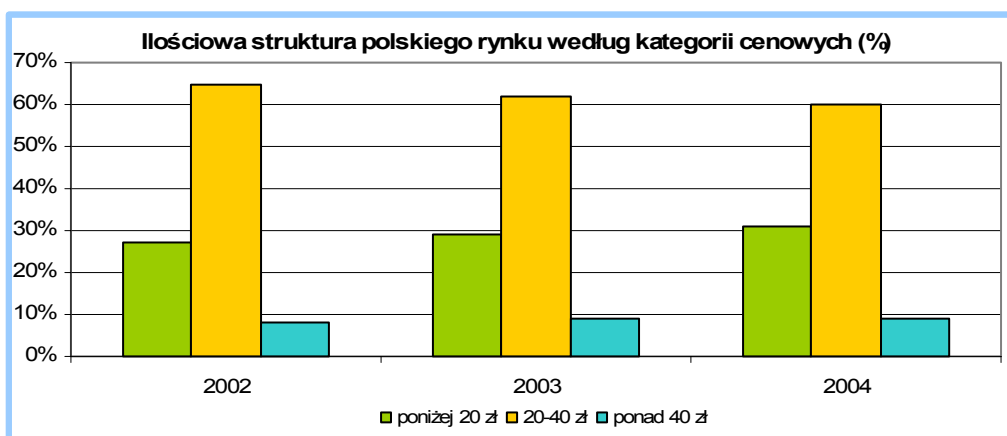
Jedną z konsekwencji tych procesów była zmiana preferencji konsumentów skutkująca zmniejszeniem udziału zagranicznych producentów, natomiast z drugiej strony wzrost zdolności produkcyjnych polskich firm z branży, spowodował, że łączne zdolności produkcyjne krajowych podmiotów przekraczają obecnie popyt krajowy na te wyroby.



źródło: portal Ceramic World Web

Inwestycje krajowych podmiotów w unowocześnienie i modernizację procesów produkcyjnych spowodowały, że wyroby krajowe są porównywane pod względem jakościowym z produktami firm uważanych za europejskich liderów branży, głównie włoskich i hiszpańskich. Polska jest obecnie czwartym z europejskich producentów płytek.

Z drugiej jednak strony nadwyżka mocy produkcyjnych nad popytem powoduje zwiększającą się presję cenową na krajowym rynku, co z punktu widzenia producentów nie jest zjawiskiem pożądanym i skutkuje w konsekwencji obniżeniem marż.



źródło: prospekt emisyjny spółki

Z punktu widzenia segmentów cenowych, największy udział w krajowym rynku mają wyroby mieszczące się w średnim przedziale (20-40 zł). Udział tej grupy, powoli, ale jednak maleje, pomimo wzrostu siły nabywczej konsumentów. Zwiększa się z kolei znacznie wyrobów z najniższej kategorii cenowej (do 20 zł). Najbardziej stabilną tendencją cechuje się popyt w segmencie wyrobów z kategorii wysokich cen (ponad 40 zł), gdzie zmiany są nieznaczne.

Na koniec 2004 roku w Polsce działało około 20 podmiotów wytwarzających płytki ceramiczne. Krajowy rynek jest zdominowany przez tzw. wielką czwórkę, czyli Opoczno, Ceramikę Paradyż, Cersanit oraz Ceramikę Tubądzin. Łącznie podmioty te kontrolują jako producenci ponad 65 proc. krajowego rynku pod względem sprzedaży liczonej w m². Do liczących się firm należą także: Ceramika Nowa Gala i Polcolorit, a także Ceramika Końskie, Jopex, Cerrol, Cerkolor.

Analitik: Jacek Buczyński Informacje na temat powiązań pomiędzy BM Banku BPH a spółką, wyjaśnienia i zastrzeżenia znajdują się na ostatniej stronie
Zlecenia telefoniczne: 0 801 377 933, (48 12) 682 83 84; Internet: www.makler.bph.pl

Opracowanie niniejsze jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BM Banku BPH S.A., którzy otrzymali je bezpośrednio od BM Banku BPH S.A.

© 2006 BM Banku BPH S.A. - Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwrócenie w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody BM Banku BPH S.A. jest zabronione.

Zespół Analiz BM Banku BPH S.A.: ul. Towarowa 25, 00-958 Warszawa; tel.: (22) 531 91 26, 531 88 94, 531 89 22, 531 91 08, fax: 531 88 22

Dobre perspektywy rynku w najbliższych kilku latach

Popyt na płytki ceramiczne jest w istotnym stopniu uzależniony od koniunktury w budownictwie oraz siły nabywczej społeczeństwa. Oba te elementy sprzyjają obecnie perspektywom rozwoju rynku materiałów budowlanych, w tym również płytek ceramicznych.

Popyt na lokale mieszkalne jest w dalszym ciągu niezaspokojony, a jego dynamiczny wzrost w obserwowanych w ostatnich latach dodatkowo spotęgował tę dysproporcję. Można więc oczekiwać, że ze strony tego segmentu rynku konsumenckiego, w najbliższych latach nadal będzie rosło zapotrzebowanie na materiały wykończeniowe. Trend ten dodatkowo wzmocnić powinny nakłady na inwestycje remontowo-modernizacyjne, które w ostatnich latach wyraźnie rosły, a potencjał w tym zakresie jest w dalszym ciągu duży.

Biorąc pod uwagę perspektywę rynku pod kątem sytuacji w budownictwie, nie można pominąć wpływu dynamicznego rozwoju ogólnie rozumianego budownictwa przemysłowego w naszym kraju. Zwłaszcza po wejściu Polski do UE tempo inwestycji tego typu znacznie przybrało na sile, poczynając od szybko rosnących powierzchni handlowych, poprzez różnego rodzaju powierzchnie przemysłowe (np. usługowe, magazynowe), na powierzchniach biurowych kończąc.

W przypadku odbiorców na cele budownictwa indywidualnego i inwestycji modernizacyjno-remontowych w tej grupie, konsumenci są najbardziej zorientowani na markę oraz jakość wyrobów, natomiast w przypadku budownictwa przemysłowego duże znaczenie posiada cena produktu.

Popyt wewnętrzny nie jest jednak jedynym elementem, na jaki można liczyć, oczekując dalszego rozwoju rynku. Moce produkcyjne polskich producentów przekraczają bowiem krajowe zapotrzebowanie, a więc naturalną możliwością, przynajmniej częściowego wyrównania dysproporcji, jest eksport. Ekspansja zagraniczna jest widoczna w strategiach działania czołowych polskich producentów. Najważniejszym kierunkiem eksportowym dla krajowych firm jest Rosja i rynki wschodnie, których potencjał w porównaniu z rynkiem polskim jest większy. Powoli, aczkolwiek sukcesywnie, polskie firmy z branży zaczynają zdobywać pozycję również w państwach Europy Zachodniej.

Uważamy, że w perspektywie najbliższych lat priorytetem powinny pozostać rynki wschodnie. Zdobywanie istotniejszej pozycji w tym regionie będzie bowiem zdecydowanie łatwiejsze, niż na zachodzie Europy, gdzie trzeba konkurować np. z producentami włoskimi czy hiszpańskimi. Dodatkowym argumentem przemawiającym za tym kierunkiem eksportu są również znacznie lepsze perspektywy rozwoju.

Wyniki finansowe

W 2005 roku grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości 417,8 mln zł, czyli o 1,9 proc. niższe niż rok wcześniej. Był to w znacznej mierze efekt mniejszej sprzedaży na rynku krajowym, którego nie zrekomensował eksport, pomimo jego wyraźnego wzrostu w 2005 roku. Niekorzystnym elementem jest to, że spadek nastąpił głównie po stronie przychodów z działalności podstawowej tzn. w sprzedaży płytek i dekoracji ceramicznej, które były mniejsze o ponad 9,6 proc. w porównaniu z poprzednim rokiem.

Pomimo słabszej sprzedaży wzrosły koszty bezpośrednie, które były wyższe o 8,1 proc. niż w roku 2004. To automatycznie znalazło przełożenie na spadek zysku ze sprzedaży, który wyniósł 148,8 mln zł i spadł o prawie 16 proc.

Koszty sprzedaży również rosły w 2005 roku w dużym tempie. W ramach grupy nakłady te sięgnęły 29,1 mln zł, co w porównaniu do poziomu z roku poprzedniego oznaczało zwiększenie o ponad 45,7 proc. W dużym stopniu zaważyły na tym wyższe koszty premii i bonusów udzielanych odbiorcom. Koszty ogólnego zarządu (wyłączając wpływ programów motywacyjnych i odpraw w związku ze zmianami w zarządzie) również były wyraźnie wyższe niż rok wcześniej.

	IHY'06	IHY'05	Zm. %	2005	2004	Zm. %
Przychody (mln zł)	199,1	189,4	5,1	417,8	425,9	-1,9
EBIT (mln zł)	-2,8	24,8	-	45,2	93,3	-51,5
EBITDA (mln zł)	19,8	45,4	-56,4	89,4	130,0	-31,2
Zysk netto (mln zł)	-6,7	16,2	-	29,7	75,8	-60,9
Marża EBIT (%)	-1,4	13,1	-	10,8	21,9	-50,6
Marża EBITDA (%)	10,0	24,0	-58,5	21,4	30,5	-29,9
Marża netto (%)	-3,4	8,6	-	7,1	17,8	-60,1

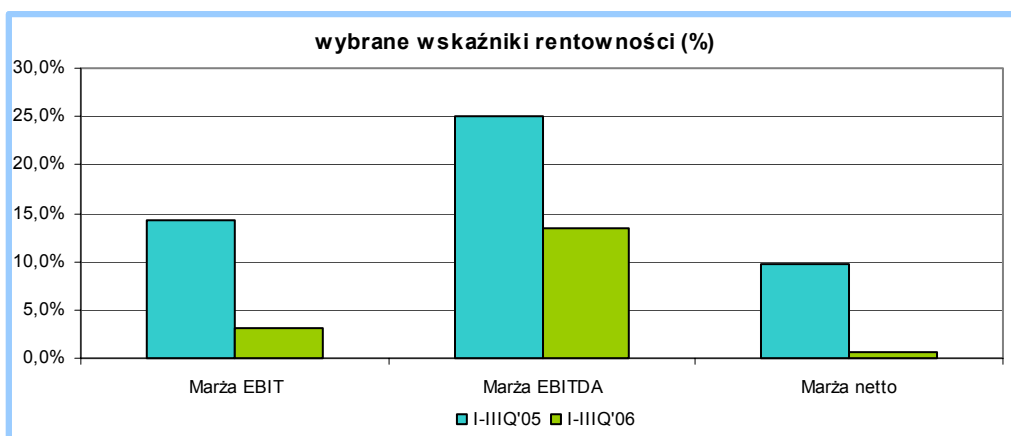
źródło: wyliczenia własne na podstawie raportów spółki

Konsekwencją powyższych relacji był znacznie gorszy EBIT, który z poziomu 93,3 mln zł w 2004 roku spadł do 45,2 mln zł w 2005 roku, czyli o ponad połowę. Skonsolidowany zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł 29,7 mln zł i był o prawie 61 proc. słabszy niż w 2004 roku.

W rezultacie wyraźnie obniżyły się również osiągnięte przez grupę marże. Rentowność operacyjna wyniosła 10,8 proc. podczas gdy rok wcześniej była bliska 22 proc. Marża EBITDA spadła o prawie 30 proc. do poziomu 21,4 proc., a rentowność netto obniżyła się jeszcze mocniej bo o ponad 60 proc. i wyniosła 7,1 proc., wobec 17,8 proc. w 2004 roku.

Ubiegłego roku grupa również nie zaliczy do udanych. Po trzech kwartałach skonsolidowana sprzedaż zwiększyła się wprawdzie o ok. 9 proc., ale w znacznie szybszym tempie rosła większość pozycji kosztowych.

W dalszym ciągu stosunkowo mocno zwiększały koszty bezpośrednie, które po dziewięciu miesiącach wyniosły 230,7 mln zł i były wyższe o ponad 14 proc., a ich udział w przychodach wzrósł w okresie I-III Q'06 do 69 proc. z 66 w analogicznym okresie poprzedniego roku. Również w zakresie kosztów pośrednich tendencje obserwowane w poprzednim roku nie zmieniły się i składowe tej pozycji stanowią spore obciążenie rachunku wyników. Tylko koszty ogólnego zarządu zwiększyły się po trzech kwartałach 2006 o ponad 77 proc., zaś ich udział w przychodach wzrósł z nieco ponad 5,5 proc. po dziewięciu miesiącach 2005 roku do prawie 9 proc. w okresie I-III Q'06. Uwzględniając korekty w związku ze zdarzeniami nietypowymi, jak np. wycena programów motywacyjnych, czy koszty zmian w zarządzie, koszty pośrednie są wprawdzie nieco niższe, jednak nie na tyle by w istnym stopniu poprawić sytuację.



źródło: wyliczenia własne na podstawie raportów spółki

Skonsolidowany zysk z działalności operacyjnej Opoczno po trzech kwartałach 2006 r. wyniósł 10,5 mln zł, przy czym jest to zasługa relatywnie dobrego pod tym względem trzeciego kwartału, gdyż po pierwszym półroczu grupa notowała stratę EBIT w wysokości 2,8 mln zł. Narastająco EBIT spadł jednak znacznie i był o ponad 75 proc. niż w analogicznym okresie rok wcześniej. EBITDA wyniósł 45,1 mln zł, co oznacza spadek o ponad 40 proc. Poprawiło się nieco saldo netto z działalności finansowej, chociaż i tak ma ono niekorzystny wpływ na poziom osiąganych wyników. Zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 2,4 mln zł wobec 30,1 mln zł po trzech kwartałach 2005 r., co oznacza spadek o ponad 90 proc.

Tak wyraźne pogorszenie wyników finansowych znalazło automatycznie przełożenie na poziom osiągniętych marż. W stosunku do dziewięciu miesięcy 2005 roku, trzy kwartały minionego przyniosły wyraźny spadek rentowności. Marża EBIT zmniejszyła się o ponad 77 proc. i wyniosła 3,2 proc., a marża netto niebezpiecznie zbliżyła się do poziomu zerowego i wyniosła zaledwie 0,7 proc. podczas, gdy w tym samym okresie rok wcześniej było to 9,8 proc.

Opoczno opublikowało również wstępne dane finansowe po jedenastu miesiącach ubiegłego roku. Zgodnie z nimi skonsolidowane przychody w okresie styczeń-listopad 2006 wyniosły 402,2 mln zł. W stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej oznacza to wzrost o nieco ponad 7,1 proc. EBIT osiągnął poziom 14,5 mln zł, a EBITDA 56,8 mln zł, czyli mniej odpowiednio o 68,3 proc. oraz 29,2 proc. w porównaniu z wynikami wypracowanymi w tym samym czasie w 2005 roku. Zysk netto przypadający udziałowcom jednostki dominującej wyniósł 3,4 mln zł, podczas gdy po trzech kwartałach 2006 r. było to 2,4 mln zł.

W naszej ocenie, w ostatnich trzech miesiącach 2006 r. nie ma co liczyć na dobre wyniki Opoczno i będzie to słaby okres. Łączna sprzedaż w październiku i listopadzie była mniejsza o 1 proc. niż w tym samym okresie poprzedniego roku, ale oczekujemy, że w skali całego kwartału spadkowa dynamika przychodów jeszcze się pogłębi. Wyniki 4Q'06 będą nadal obciążać wysokie koszty restrukturyzacji, niemniej jednak spodziewamy się, iż w porównaniu z analogicznym okresem 2005 roku wielkość tych nakładów będzie niższa. Na poziomie wyników z działalności operacyjnej i netto grupa odnotuje więc najprawdopodobniej dodatnie rezultaty, ale w stosunku do czwartego kwartału 2005 roku będą one znacząco niższe.

Prognoza wyników

W naszych szacunkach zakładamy, że po bardzo słabym ubiegłym roku w bieżącym nastąpi poprawa wyników, chociażby z uwagi na stosunkowo niski punkt odniesienia. Jeśli chodzi o efekty współpracy z inwestorem strategicznym, to według nas, będą one w największym stopniu ujawniać się w wynikach grupy kapitałowej. Pomimo to, chociażby dzięki spodziewanemu w ramach współpracy zwiększeniu wykorzystania mocnych stron produkcyjnych przez Opoczno, czy prawdopodobnym zmianom stylu zarządzania, oczekujemy, że nowa struktura własnościowa będzie mieć też pozytywne aspekty jeśli chodzi o przyszłe wyniki finansowe.

Wybrane pozycje skonsolidowanego rachunku wyników oraz bilansu Opoczno

tys. zł	rok	2005	2006 P	2007P	2008 P	2009 P
Przychody ze sprzedaży		417 767	432 400	466 900	496 400	521 700
Zysk operacyjny (EBIT)		45 237	17 100	46 700	54 500	59 200
EBITDA		89 403	62 100	92 700	100 500	106 200
Zysk (strata) netto		29 656	4 100	28 600	35 000	41 800
Aktywa razem		539 503	554 500	577 300	585 600	600 700
Zobowiązania		265 217	288 400	284 100	271 200	262 100
- zobowiązania długoterminowe		143 875	123 600	114 200	104 800	98 800
- zobowiązania krótkoterminowe		121 342	164 800	169 900	166 400	163 300
Kapitał własny		274 286	266 100	293 200	314 400	338 600
Wartość księgowa na jedną akcję (zł)		16,67	16,18	17,82	19,11	20,58
Zysk netto na jedną akcję (zł)		1,80	0,25	1,74	2,13	2,54

P- Prognoza BM BPH

Źródło: raporty Opoczno; wyliczenia własne

Oczekujemy, że w 2007 roku przychody ze sprzedaży wzrosną w porównaniu do szacunków za rok ubiegły o około 8 proc. To założenie może zostać uznane za dość zachowawcze, niemniej jednak obecnie nie widzimy istotnych powodów do zbytniego optymizmu w tym zakresie, a efekty współpracy z Cersanitem są aktualnie zbyt trudne do oszacowania. W kolejnych latach wzrostowa tendencja przychodów powinna się utrzymać, ale zakładamy spadek jej tempa.

Oczekujemy, że koszty operacyjne, a zwłaszcza koszty pośrednie będą w dalszym ciągu znacznym obciążeniem wyników finansowych, przy czym ten negatywny wpływ będzie nieco mniejszy. To z kolei będzie pozytywnie oddziaływać na marżę EBIT i EBITDA, których wyraźny wzrost prognozujemy w bieżącym roku.

Uważamy, iż w najbliższych latach utrzyma się wysokie niekorzystne saldo netto z operacji finansowych, jednak mimo to oczekujemy, że dynamika marży netto będzie większa niż w przypadku marży operacyjnej i marży EBITDA.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- kupuj – oznacza prognozowanie mocnego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie akcji do poziomu ceny docelowej
- akumuluj – oznacza prognozowanie lekkiego wzrostu ceny papieru wartościowego, zaleca się kupowanie przy zniżkach ceny do poziomu ceny docelowej
- trzymaj – oznacza prognozowanie zmiany ceny papieru wartościowego na poziomie zbliżonym do zmiany wartości indeksu, z jednoczesnym brakiem przewidywań, co do istotnego spadku ceny papieru wartościowego
- redukuj – oznacza prognozowanie spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedawać powyżej ceny docelowej
- sprzedaj – oznacza prognozowanie mocnego spadku ceny papieru wartościowego, zaleca się sprzedaż akcji powyżej ceny docelowej

Rekomendacja długoterminowa – rekomendacja jest aktualna w terminie 6 miesięcy od daty jej wydania, chyba że została zmieniona.

Rekomendacja krótkoterminowa – rekomendacja jest aktualna w terminie nie dłuższym niż 3 miesiące od daty jej wydania, chyba że została zmieniona

Biuro Maklerskie Banku BPH
Zespół Analiz
ul. Towarowa 25, 00-958 Warszawa
tel.: (22) 531 91 26, 531 91 08

Jacek Buczyński – analityk, makler papierów wartościowych
jacek.buczynski@bph.pl

Stefan Knopik – kierownik zespołu, doradca inwestycyjny
stefan.knopik@bph.pl

Sobiesław Kozłowski – analityk
sobieslaw.kozlowski@bph.pl

Dariusz Nawrot – analityk, makler papierów wartościowych
dariusz.nawrot@bph.pl

Biuro Maklerskie Banku BPH
Al. Pokoju 1, 31-548 Kraków
tel.: (12) 618 64 55

Biuro Maklerskie Banku BPH S.A. jest wyodrębnioną organizacyjnie i finansowo jednostką Banku BPH S.A. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM Banku BPH S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z najlepszą wiedzą osób uczestniczących w jego sporządzeniu, dochowaniem należytej staranności, oraz rzetelności przez osoby uczestniczące w jego sporządzeniu.

Niniejsze opracowanie stanowi projekcję zachowania instrumentów finansowych w okresie obowiązywania raportu. Raport nie stanowi jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego inwestora. Korzystając z opracowania nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynników ryzyka.

BM Banku BPH nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie nie zostało ujawnione emitentowi instrumentów finansowych, których dotyczy.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BM Banku BPH oraz osobami sporządzającym niniejsze opracowanie, lub ich osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu niniejszego raportu nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BM Banku BPH dotyczących instrumentów finansowych, których niniejsze opracowanie dotyczy.

Osoby uczestniczące w sporządzaniu niniejszego raportu nie posiadają informacji o wystąpieniu sytuacji, o których mowa w §10 pkt. 1 pp. 8 i 9 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Inwestycja w akcje jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego. W praktyce, precyzyjna prognoza wpływu tych ryzyk na kształtowanie się kursu akcji i jego wyeliminowanie jest niemożliwe, co należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych w literaturze ekonomicznej i powszechnie stosowanych. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak np.: stopy procentowe, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów.

Warranted Equity Model (model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych) uzależnia wycenę akcji spółki od efektywności działania spółki mierzonej zwrotem na kapitale własnym (ROE). Metoda ta opiera się na wyznaczeniu wartości spółki w oparciu o relację między spodziewanym ROE, a wymaganym przez inwestorów kosztem kapitału własnego dla danej spółki (COE). Im wyższe spodziewane ROE i niższe COE, tym wyższa wycena spółki, czyli w efekcie wyższa wycena wartości księgowej przedsiębiorstwa. Mocna strona metody to wycena na podstawie przyszłych, docelowych parametrów rentowności spółki. Słabe strony to subiektywizm w oszacowaniu przyszłej rentowności ROE, ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy, możliwość błędnego oszacowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka oraz wymaganej przez inwestora.

Wycena metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) polega na dyskontowaniu przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Technika uważana za jedną z najlepszych z metodologicznego punktu widzenia. Wadą jest duża wrażliwość wyceny na zmianę parametrów modelu.

Wycena modelem zdyskontowanych dywidend bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach z tytułu dywidend. Jej mocne strony to ujęcie w wycenie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidendy. Słabe strony to subiektywizm w oszacowaniu przyszłych wyników finansowych, ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy, możliwość błędnego oszacowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka oraz wymaganej przez inwestora.

Wycena metodą porównawczą - opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mała ilość parametrów szacowanych, większa obiektywność wyceny. Słabe strony to niepewność dotycząca właściwego doboru porównywanych spółek i efektywności ich rynkowej wyceny oraz oparcie na bieżących wynikach finansowych, które w przyszłości są zazwyczaj inne.

Opis wskaźników i miar używanych w raporcie

P/E - (Cena/Zysk) - Cena / zannualizowany zysk netto przypadający na jedną akcję

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena / wartość księgowa przypadająca na jedną akcję

P/CF - (Cena/CashFlow) - Cena do Cash Flow (Cash Flow - zysk netto plus amortyzacja)

ROE - (Zwrot na kapitale własnym) - Zysk netto / średni stan kapitałów własnych

ROA - (Zwrot na aktywach) - Zysk netto / średnia wartość aktywów

Stopa dyskontowa - stopa zwrotu wymagana przez inwestora (stopa wolna od ryzyka, powiększona o premię za ryzyko)

EBIT - zysk na działalności operacyjnej

EBITDA - (zysk operacyjny plus amortyzacja) - zysk na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację