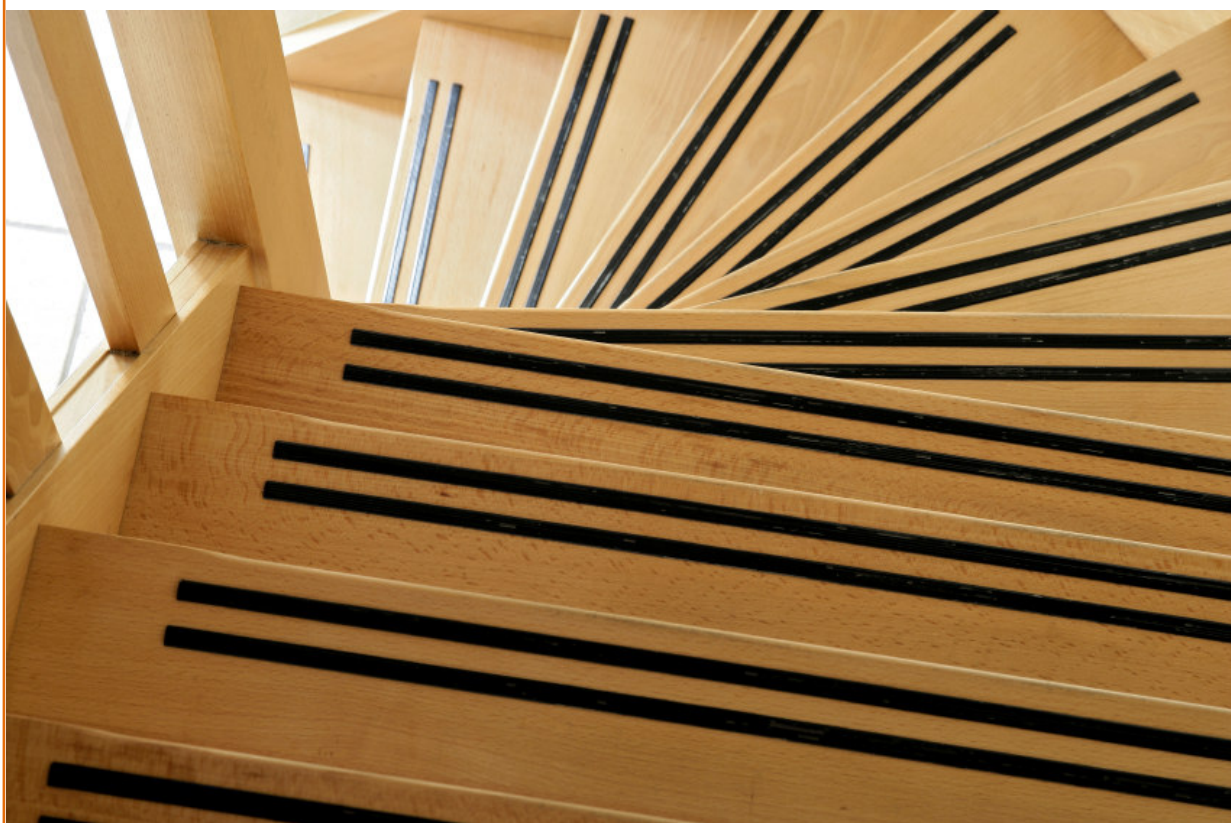


MERA SCHODY

Stopniowa poprawa wyników



KUPUJ

MERA SCHODY

Materiały budowlane

Cena docelowa: 3,09 zł

Stopniowa poprawa wyników

(mln zł)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	20,39	34,09	41,44	47,32	51,58	51,77
EBIT	2,12	3,65	4,64	6,59	8,84	8,40
EBITDA	3,50	6,26	7,36	9,26	11,34	10,74
Zysk netto	0,85	2,01	2,99	4,67	6,49	6,30
P/E	17,79	7,53	5,06	3,24	2,33	2,40

Struktura akcjonariatu: Edward Traka 50,01%, Absolute East West Master Fund 25,37%, free float 24,62%

Indeks WIG
37 367,33

NCIndex
52,83

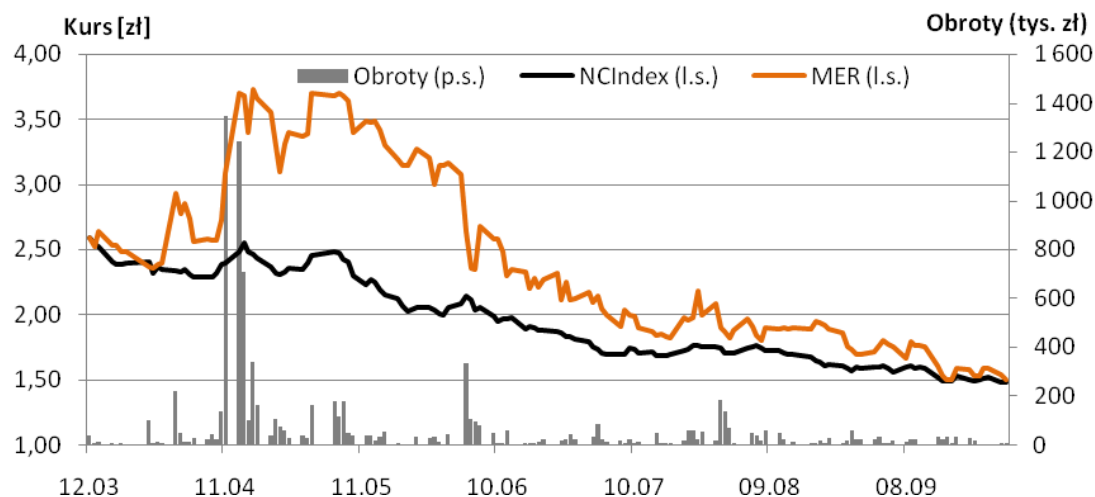
Liczba akcji
10,09 mln

Kapitalizacja
15,14 mln

Free float
3,72 mln

Mera Schody jest producentem schodów operującym na rynku polskim i europejskim. Przeprowadzone za środki z emisji akcji inwestycje powinny zwiększyć moce produkcyjne i zoptymalizować proces produkcji co wpłynie na wzrost realizowanych marż. Zwiększenie sprzedaży krajowej, dzięki rozwijanej sieci salonów i przedstawicieli handlowych powinno zmniejszyć uzależnienie od wahań kursu euro.

Wycena: Końcowa wycena walorów spółki bazuje na średniej ważonej wartości otrzymanych metodami DCF i porównawczą. Wartość jednej akcji Mera Schody szacujemy na 3,09 zł i rekomendujemy zakup walorów. Obniżenie wyceny związane jest ze zwiększonym ryzykiem inwestycyjnym i obniżeniem prognoz długoterminowych w związku z oczekiwanym spowolnieniem gospodarki.



Analitycy:

Grzegorz Jajuga
Natalia Śmieja
tel. +48 71 79 11 555
grzegorz.jajuga@wdmsa.pl
natalia.smieja@wdmsa.pl

<http://www.wdmsa.pl>

Podsumowanie

O spółce. Mera Schody jest producentem i wykonawcą szerokiej gamy schodów stworzonych zgodnie z oczekiwaniami i potrzebami klienta. Spółka oferuje produkty zróżnicowane pod względem stylistycznym oraz zastosowanych materiałów. Dodatkowo Mera produkuje stopnie oraz płyty parkietowe. Długoletnie doświadczenie oraz nowoczesne zaplecze maszynowe sprawiają, iż od spółki można oczekiwać solidnego i precyzyjnego wykonania zamówienia.

Szeroka i rozwijana oferta. Niewątpliwym atutem spółki jest ciągle rozbudowywany katalog produktów. Od ponad 10 lat działalności firma systematycznie poszerza swoją ofertę, dostosowując ją do wymagań klientów oraz tworząc własne koncepcje wykonania. Dodatkowo Mera posiada w swym katalogu szeroki wybór drewna oraz materiałów wykończeniowych.

Profesjonalizm i kompetencje. Zrealizowanie zamówienia kompletu schodów wymaga precyzji zarówno na etapie projektowania, jak i wykonania. Wszystkie elementy powinny być dokładnie wymierzone i dopasowane. Z uwagi na fakt, iż Mera Schody działa na rynku od kilkunastu lat, pracownicy zdobyli doświadczenie niezbędne w wykonywaniu projektów oraz sprawnym montowaniu kompletu schodów. Zespoły projektantów, wykonawców oraz monterów zapewniają kompleksowe wykonanie usługi.

Zaplecze techniczne. Mera posiada własne zakłady produkcyjne wyposażone w maszyny numeryczne, maszyny niezbędne do obróbki drewna oraz, poprzez spółkę zależną, własny tartak, a także komory umożliwiające suszenie drewna. Tak wyposażone zaplecze techniczne umożliwia szybkie i dokładne wykonanie schodów. Mera systematycznie rozbudowuje moce produkcyjne i poprawia efektywność dzięki inwestycjom.

Sieć sprzedaży. Mera oferuje swoje produkty zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Sprzedażą zagraniczną zajmują się spółki zależne zlokalizowane w północnych oraz południowych Niemczech. W 60% produkty spółki trafiają na rynek krajowy. Z uwagi na duży potencjał rynku polskiego, brak znaczącej, ogólnopolskiej konkurencji, a także możliwość osiągania wyższych marż Mera otwiera nowe salony wystawiennicze oraz rozwija sieć przedstawicieli handlowych celem zwiększenia sprzedaży w obrębie kraju.

Rynek. Rozwój budownictwa, a także zwiększająca się liczba mieszkań oddawanych do użytku pozytywnie wpływają na prowadzoną przez spółkę działalność. Dodatkowo wzrost wynagrodzeń oraz łatwiejszy dostęp do kredytów sprawiają, iż ludzie przeznaczają coraz więcej środków pieniężnych na droższe, ale i bardziej dostosowane do potrzeb rozwiązania, spełniające wymogi zarówno funkcjonalne, jak i estetyczne.

MERA SCHODY – profil spółki

- O spółce** Mera Schody jest kompleksowym producentem schodów. W branży działa już od ponad 10 lat. Siedzibą firmy jest Lewin Brzeski, gdzie umiejscowiona jest fabryka i centrum logistyczne umożliwiające sprzedaż na terenie Polski oraz za granicę. Głównym obszarem działalności spółki, generującym niemal 95% przychodów, jest projektowanie, wykonywanie i montaż schodów. Dodatkowo spółka produkuje stopnie oraz płyty parkietowe. Oferta obejmuje zaprojektowanie schodów dopasowanych do wnętrza pomieszczenia i oczekiwań klienta, a następnie wykonanie i montaż kompletu. Szeroki wybór modeli oraz materiałów z jakich tworzone są schody wpływa na wciąż rosnący popyt na produkty spółki.
- Obszary działania**
- schody -** Podstawowym produktem wykonywanym przez spółkę są komplety schodów. Produkowane są one najczęściej z drewna bukowego lub dębowego. Na specjalne zamówienie klienta Mera realizuje projekty z drewna egzotycznego jak merbau czy sapeli. W kompletach schodów stosuje się elementy wykończeniowe ze stali szlachetnej. Dbłość o stylistykę kształtów, połączenie drewna i stali oraz dokładne wykonanie gwarantują osiągnięcie zamierzonego efektu estetycznego oraz funkcjonalnego. Katalog produktów w obrębie schodów obejmuje przede wszystkim schody policzkowe, schody osiodłane, schody osiodłano-policzkowe, schody policzkowo-sztycowe oraz schody spiralne.
- stopnie -** Mera jest wykonawcą stopni i balustrad przeznaczonych na konstrukcje stalowe bądź betonowe. Spółka jest największym krajowym producentem tego typu elementów. Stopnie i balustrady są wykonywane na zamówienie, zgodnie z przyjętą specyfikacją oraz z zastosowaniem wybranych przez klienta materiałów. Elementy przeznaczone są do samodzielnego montażu przez odbiorcę.
- płyty -** Produktem wykonywanym przez spółkę są również płyty parkietowe. Wykorzystywane są one m.in. w produkcji schodów oraz stopni. Dzięki nabyciu 70% udziałów w spółce Klon sp. z o.o. zajmującej się m.in. produkcją płyt klejonych Mera zwiększy zaangażowanie w segment wytwórstwa i sprzedaży płyt. Spółka zależna przejmie produkcję płyt, która była wykonywana w obrębie Mery i będzie świadczyć usługi na rzecz podmiotu dominującego oraz sprzedawać produkty na zewnątrz.
- Sprzedaż** Spółka kieruje swoją ofertę do klientów krajowych oraz zagranicznych. Za sprzedaż zagraniczną odpowiedzialne są spółki zależne, mające siedziby w północnych i południowych Niemczech. Głównymi odbiorcami zagranicznymi są Niemcy, Austria, Szwajcaria, Dania oraz Norwegia. Reagując na niekorzystne z punktu widzenia eksporterów zmiany na rynku walutowym (umacnianie złotego) i wynikający z tego spadek opłacalności eksportu, Mera koncentruje się na rozwijaniu krajowej sieci sprzedaży. W tym celu otwierane są salony w największych ośrodkach miejskich w kraju. Obecnie w strukturze geograficznej przychodów 60% stanowi sprzedaż krajowa, 40% zagraniczna.
- Park maszyn** Działalność produkcyjna spółki jest w pełni niezależna. Mera dysponuje halami produkcyjnymi, nowoczesnym parkiem maszyn oraz odpowiednim oprogramowaniem

sterującym. Dokonane inwestycje w park maszynowy umożliwiają poszerzenie oferty oraz skracanie czasu oczekiwania na wykonanie zamówienia. Ponadto umożliwia to poprawę efektywności dzięki obniżeniu kosztów związanych m.in. z zatrudnieniem. Nowe maszyny CNC są bardziej wydajne i precyzyjne. Wpływa to również na ograniczenie zużycia materiałów.

Doświadczenie

Spółka została założona w 1989 roku, a swoją sztandarową działalność, tj. produkcję schodów, rozpoczęła w 1996 roku. Na przestrzeni lat pracownicy Mera Schody zdobywali kwalifikacje oraz doświadczenie. Obecność na rynku polskim i niemieckim zapoczątkowała stopniowym umacnianiem pozycji rynkowej, a także wpłynęła na wzrost rozpoznawalności marki i produktów Mera Schody. Dzięki posiadanej wiedzy, zdobytym umiejętnościom, precyzji i kreatywności w tworzeniu projektów schodów spółka zdobyła zaufanie klientów, które przekłada się na wzrost sprzedaży.

Grupa Kapitałowa

Grupa Kapitałowa Mera Schody jest systematycznie rozbudowywana. Obecnie w jej skład wchodzi pięć spółek (3 krajowe i 2 zagraniczne). Podmioty z grupy świadczą usługi na rzecz Mery lub prowadzą działalność komplementarną. Rozwój działalności spółek córek jest finansowany poprzez udzielanie im pożyczek.

Tabela 1 Podmioty zależne

Spółka	Siedziba	Udział w kapitale
MERA LOGISTIC sp. z o.o.	Lewin Brzeski	100%
MKR - FINANSE sp. z o.o.	Lewin Brzeski	100%
HST Treppen GmbH	Ravensburg, Niemcy	100%
Arktic-Treppentechnik GmbH	Kilonia, Niemcy	60%
Klon sp. z o.o.	Złotów	70%

Źródło: Dokument Informacyjny, raporty bieżące i okresowe

- Mera Logistic -

MERA LOGISTIC sp. z o.o. świadczy usługi transportowe na rzecz spółki matki. Dodatkowo spółka rozpoczęła swoją działalność w obszarze deweloperskim. W związku z tym, w grudniu 2007 r. Mera Logistic zakupiła nieruchomość z budynkiem użytkowym oraz gospodarczym w Brzegu. Celem inwestycji jest renowacja budynku oraz wybudowanie mieszkań i lokali użytkowych, które następnie zostaną sprzedane. Spółka oczekuje 0,7 mln zł zysku ze sprzedaży nieruchomości w latach 2009-2010.

- MKR-FINANSE -

MKR-FINANSE sp. z o.o. zajmuje się księgowością i rachunkowością. Spółka nie prowadzi działalności operacyjnej.

- HTS Treppen -

HST Treppen GmbH z siedzibą w Ravensburg prowadzi działalność na terenie Niemiec. Spółka zajmuje się sprzedażą i montażem schodów w Niemczech, Austrii i Szwajcarii.

- Arktic-Treppentechnik -

Arktic-Treppentechnik GmbH z siedzibą w Kilonii zajmuje się dystrybucją produktów Mera Schody na terenie Niemiec oraz Danii i Norwegii.

Wyżej wymienione spółki niemieckie są odpowiedzialne za sprzedaż produktów Mery. Świadczone przez nie usługi polegają na pozyskiwaniu zleceń wyprodukowania kompletów schodów, które są wykonywane przez zakład w Lewinie Brzeskim. Spółki zależne odpowiedzialne są za projektowanie i montaż schodów.

- Klon -

Klon sp. z o.o. prowadzi działalność komplementarną w stosunku do Mery. Oferta obejmuje m.in. produkcję płyt klejonych oraz przetwórstwo drewna. Spółka posiada trzy zakłady produkcyjne, w tym własny tartak i fryzarnię. Z uwagi na fakt, iż suche drewno jest trudno dostępne, ważnym atutem spółki jest posiadana suszarnia drewna wyposażona w 16 komór. Klon świadczy usługi zarówno na rzecz Mery, jak i prowadzi sprzedaż zewnętrzną.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Mery Schody dzieli się na 10 092 500 akcji zwykłych, w tym:

- 5 047 500 akcji imiennych serii A1 uprzywilejowanych co do głosu
- 1 362 500 akcji serii A2
- 935 000 akcji serii B
- 2 747 500 akcji serii C

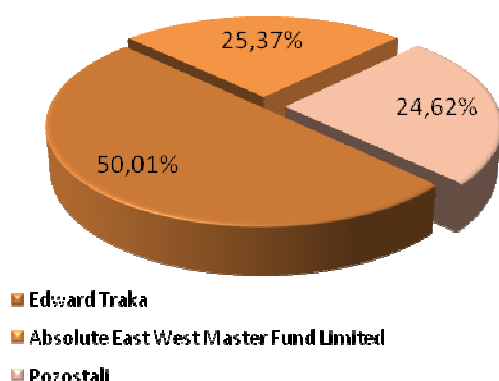
Akcje serii A2, B i C SA przedmiotem obrotu na rynku NewConnect.

Głównym akcjonariuszem spółki jest Edward Traka, posiadający 5 047 500 akcji serii A1 stanowiących 50,01% kapitału zakładowego. Ze względu na uprzywilejowanie dają one prawo wykonywania 10 095 000 głosów na WZA, tj. 66,68% udziału wszystkich głosów.

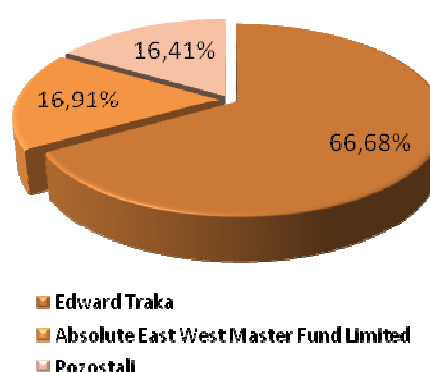
Tabela 2 Akcjonariat spółki

Akcjonariusze:	Liczba akcji	Udział w kapitale zakładowym	Liczba głosów	Udział w liczbie głosów
Edward Traka	5 047 500	50,01%	10 095 000	66,68%
Absolute East West Master Fund Limited	2 560 000	25,37%	2 560 000	16,91%
Pozostali	2 485 000	24,62%	2 485 000	16,41%
Razem	10 092 500	100,00%	15 140 000	100,00%

Udział w kapitale zakładowym



Udział w liczbie głosów



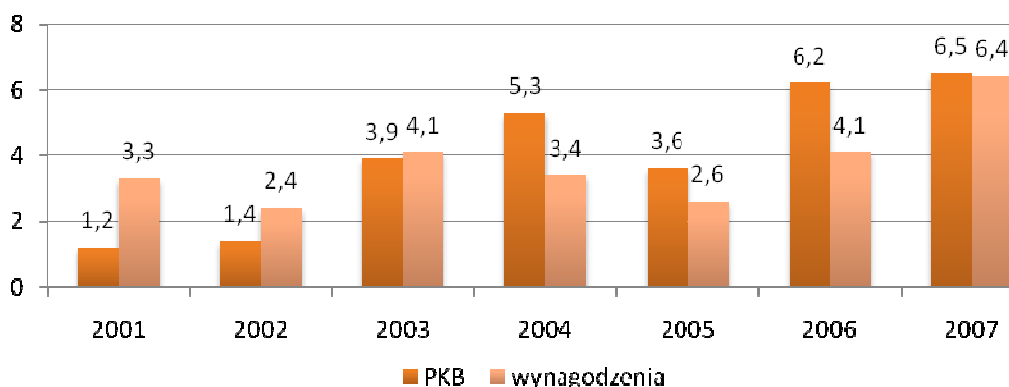
Źródło: Raport półroczny Mera Schody S.A.

Charakterystyka branży

Otoczenie makroekonomiczne

Na działalność i sytuację spółki Mera wpływa sytuacja ogólnogospodarcza kraju, a przede wszystkim koniunktura w budownictwie. Dynamiczny rozwój kraju odzwierciedlają korzystne wskaźniki makroekonomiczne. Wzrost inwestycji, zarówno krajowych jak i zagranicznych wpływa na zmniejszanie bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń. Wraz z wyższymi zarobkami, rosną także wydatki konsumpcyjne.

Wykres 1 Dynamika wzrostu PKB oraz wzrostu wynagrodzeń w % (r/r)

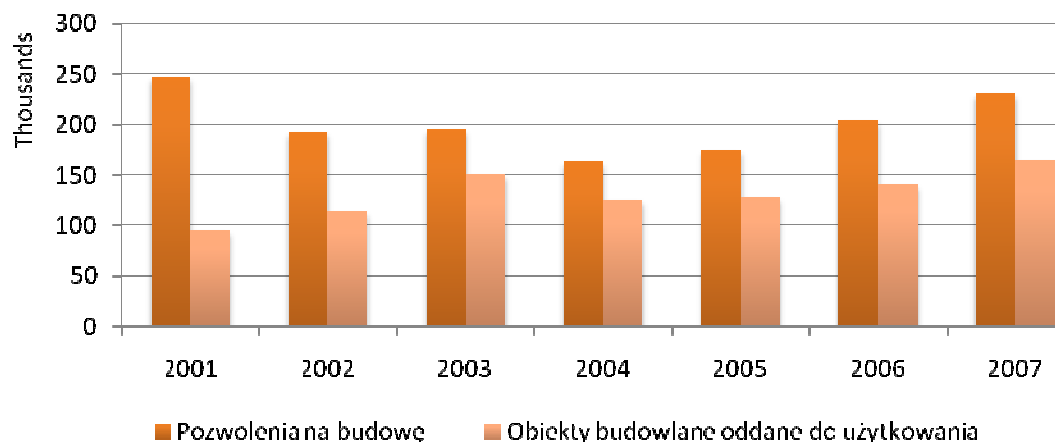


Źródło: GUS

Budownictwo

Odnotowywany w ostatnich latach wzrost zarobków oraz łatwiejszy dostęp do kredytów sprawia, iż coraz więcej osób skłania się do kupna własnego domu czy mieszkania. Na zwiększenie popytu wpływają również czynniki demograficzne – wyż z pierwszej połowy lat 80-tych – oraz zmiany społeczne, takie jak większa mobilność społeczeństwa. Przekłada się to na rozwój budownictwa, a wraz z nim na zapotrzebowanie na wszelkiego rodzaju materiały wykończeniowe oraz elementy stosowane do dekoracji wnętrz. W ostatnim okresie można zaobserwować wyraźną dynamikę wzrostową. W 2007 roku nastąpił znaczny wzrost wydawanych pozwoleń na budowę. W segmencie budynków wielorodzinnych wyniósł 56,3%, jednorodzinnych – 40,4%, zaś budynków zamieszkania zbiorowego – 35,7% (dane: GUS). Biorąc pod uwagę deficyt mieszkaniowy na rynku polskim (szacowany na ponad milion mieszkań), oczekuje się dalszego rozwoju tego segmentu.

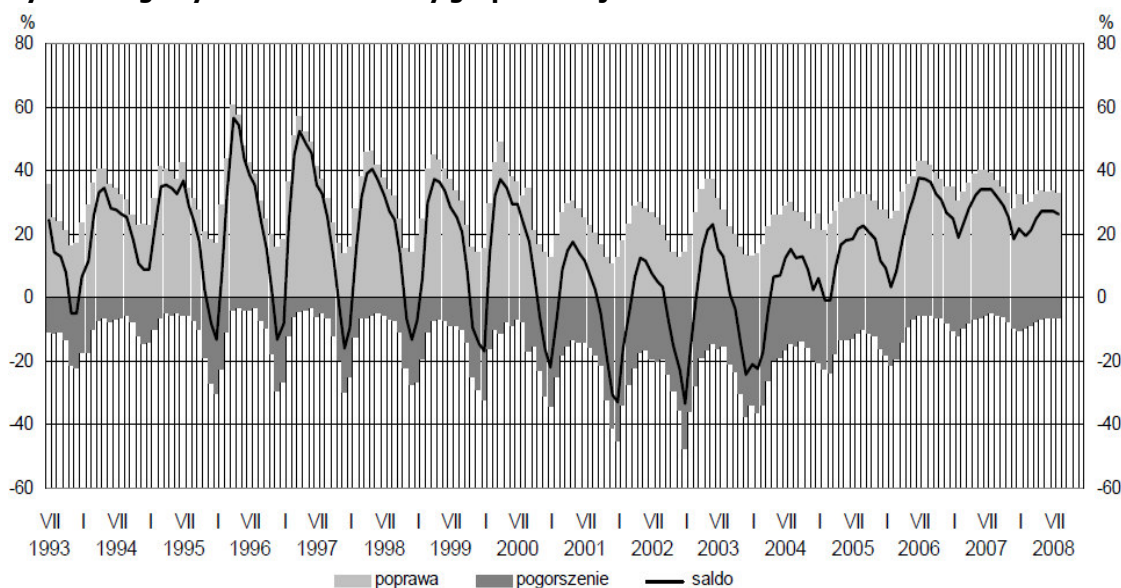
Wykres 2 Liczba wydanych pozwoleń na budowę oraz obiektów budowlanych oddanych do użytkowania w Polsce



Źródło: GUS.

Ogólny klimat koniunktury w budownictwie jest oceniany korzystnie. W sierpniu br. 32% przedsiębiorstw prognozowało poprawę koniunktury, podczas gdy pogorszenie przewidywało jedynie 6% badanych (dane: GUS). W ostatnich latach coraz więcej firm pozytywnie ocenia sytuację w branży budowlanej, również w pierwszym kwartale roku, w którym ze względu na sezonowość występują niższe przychody (wykres 3). Wiąże się to przede wszystkim z wysokim zapotrzebowaniem na budynki mieszkalne i niemieszkalne. Również korzystna sytuacja makroekonomiczna sprzyja inwestycjom. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie oddziałującym na polską gospodarkę jest stały napływ inwestycji zagranicznych.

Wykres 3 Ogólny klimat koniunktury gospodarczej w budownictwie

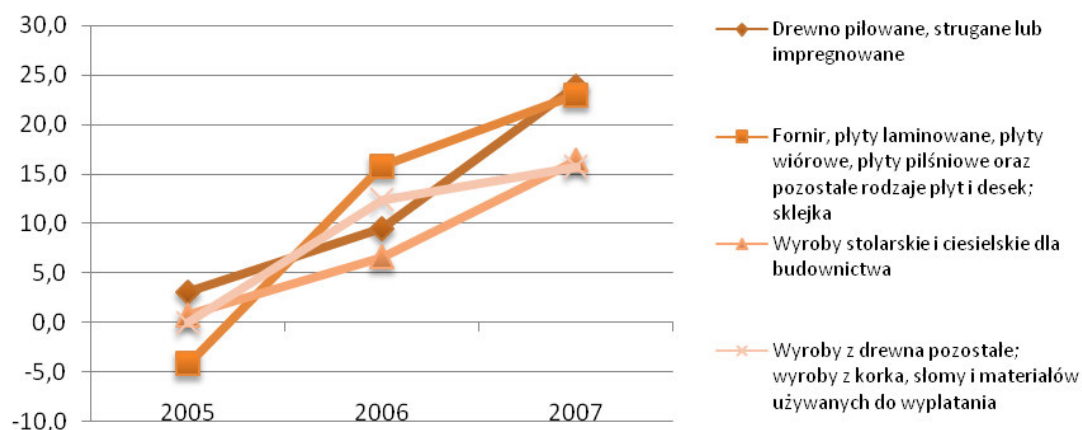


Źródło: GUS.

Przemysł drzewny

Produkcja schodów jest jednym z segmentów przemysłu drzewnego, którego rozwój pociąga za sobą rosnące zapotrzebowanie na materiały służące do produkcji wyrobów drewnianych oraz wykorzystywanych bezpośrednio w budownictwie (wykres 4). Firmy zajmujące się przetwórstwem surowca otrzymują coraz większe zamówienia, a w odpowiedzi na rosnący popyt zwiększają moce produkcyjne zakładów. Również Mera inwestuje w zwiększenie mocy produkcyjnych. Nowe maszyny oraz centra numerycznie sterowane to kroki podejmowane w celu zaspokojenia rosnącego popytu na produkty spółki.

Wykres 4 Dynamika sprzedaży wyrobów drewnianych (r/r)



Źródło: GUS.

Wraz z rozwojem budownictwa polepszają się również standardy wykończeniowe mieszkań. Zwiększa się produkcja i sprzedaż wyrobów z drewna. Powodowane jest to nie tylko samym wzrostem w budownictwie, ale również zmianą preferencji użytkowników. Przedmioty wykonane z drewna, mimo iż są droższe, są postrzegane jako bardziej estetyczne. Użytkownicy coraz częściej zwracają uwagę na estetykę wykonania nawet najdrobniejszych elementów znajdujących się w domu, w tym również schodów.

Wysoka dynamika PKB, wzrost inwestycji i napływ kapitału zagranicznego pozytywnie oddziałują na rozwój polskiej gospodarki. Z roku na rok zwiększa się liczba mieszkań oddawanych do użytkowania. Niewielkie spowolnienie w budownictwie nastąpiło z początkiem 2008 roku. Jednak długoterminowy wzrost płac realnych, a co za tym idzie zdolności kredytowych sprawia, iż w długim terminie sprzedaż mieszkań powinna stabilnie rosnąć. Na korzystnej sytuacji w budownictwie zyskują również firmy produkujące materiały budowlane wykorzystywane do wykończenia i wyposażenia mieszkań.

Model biznesowy / Strategia

Szeroka oferta i wysoka jakość

Spółka koncentruje swoje działania na budowie marki oraz zwiększaniu sprzedaży. Mera buduje swój wizerunek w oparciu o wysoką jakość usługi. Składają się na nią zarówno surowce, z których powstają schody i stopnie, jak i ich wykonanie oraz montaż. Zespół pracowników ma wieloletnie doświadczenie w projektowaniu i montowaniu kompletów. Dodatkowo spółka pozyskuje klientów poprzez szeroki zakres oferty. Dotyczy to rodzajów schodów oraz materiałów, z jakich będą wykonane. Kilka gatunków drewna, w tym egzotycznego, pozwala dopasować schody do wystroju wnętrza mieszkania. Elementy wykończeniowe tworzone z drewna lub stali szlachetnej nadają schodom estetyczny i nowoczesny wygląd.

Zwiększenie sprzedaży na rynku krajowym

Poza poprawą jakości oraz rozbudowywaniem oferty, spółka koncentruje się na rozwoju sprzedaży w obrębie kraju. Umacniający się złoty wpływa na zmniejszenie przychodów ze sprzedaży zagranicznej. Wysokie zapotrzebowanie na schody zgłaszane przez obywateli polskich powoduje wzrost zainteresowania spółki zwiększaniem sprzedaży krajowej. Dodatkowym atutem polskiego rynku jest możliwość osiągania wyższych marż ze sprzedaży, a zatem większej rentowności niż w przypadku sprzedaży zagranicznej. W celu zwiększenia sprzedaży krajowej w największych i najszybciej rozwijających się miastach Polski otwierane są salony wystawiennicze Mery.

Ryzyka inwestycyjne

Kurs euro. Produkty Mera Schody w 40% są sprzedawane poza granicami kraju. W związku z powyższym spółka narażona jest na niekorzystną zmianę kursów walut, w których dokonywane są rozliczenia transakcji. By ograniczyć wpływ kursów na osiągnięte przez Merę przychody, spółka realizuje na rynku europejskim zakup surowców i materiałów niezbędnych do produkcji schodów.

Spowolnienie koniunktury. Działalność spółki uzależniona jest od koniunktury w budownictwie. Jakkolwiek ze względu na przesłanki fundamentalne oczekuje się podtrzymania wzrostów w budownictwie, istnieje ryzyko spowolnienia gospodarczego, co może wpłynąć na zahamowanie wzrostów w sektorze. Ewentualne zmniejszenie popytu na materiały budowlane miałyby istotny wpływ na wyniki Mera Schody.

Sezonowość sprzedaży. Ze względu na cykl budowlany spółka narażona jest na sezonowość sprzedaży. Większa część przychodów realizowana jest w drugim półroczu roku kalendarzowego.

Analiza SWOT

<p>SILNE STRONY</p> <p>Profesjonalizm i doświadczenie pracowników Dynamiczny rozwój krajowej sieci sprzedaży Szeroka oferta produktów Wysoka jakość świadczonych usług Rozbudowany i nowoczesny park maszyn Kompleksowość świadczonych usług</p>	<p>SŁABE STRONY</p> <p>Ograniczone moce produkcyjne Słabo rozpoznawalna marka Słabo rozwinięta krajowa sieć sprzedaży</p>
<p>SZANSE</p> <p>Rozwijający się rynek nieruchomości Wzrost zainteresowania produktami spółki Brak ogólnopolskiej konkurencji</p>	<p>ZAGROŻENIA</p> <p>Umacniająca się waluta krajowa Uzależnienie od cen surowca Rosnące koszty pracy</p>

Wyniki i prognozy finansowe

Prognozy finansowe zakładają zwiększenie mocy produkcyjnej dzięki inwestycjom w park maszynowy, a także optymalizację struktury zatrudnienia. Umożliwi to zwiększenie produkcji, a zarazem relatywne obniżenie kosztów. Otwieranie salonów wystawienniczych powinno wpłynąć na wzrost popytu na produkty Mery, co wpłynie na wzrost udziału sprzedaży krajowej w strukturze przychodów. W najbliższych latach spółka powinna osiągnąć dodatkowe przychody z działalności deweloperskiej. Na wynik finansowy będzie miała również wpływ działalność spółki Klon.

Tabela: Zrealizowany i prognozowany rachunek zysków i strat

(mln zł)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody	20,39	34,09	41,44	47,32	51,58	51,77
Koszty operacyjne	18,78	30,60	37,28	41,19	42,99	43,79
Wynik operacyjny	1,63	3,49	4,52	6,48	8,59	7,98
EBIT	2,12	3,65	4,64	6,59	8,84	8,40
EBITDA	3,50	6,26	7,36	9,26	11,34	10,74
Działalność finansowa	-0,45	-1,01	-0,83	-0,72	-0,58	-0,21
Wynik brutto	1,18	2,48	3,69	5,76	8,01	7,77
Podatek	0,33	0,47	0,70	1,09	1,52	1,48
Wynik netto	0,85	2,01	2,99	4,67	6,49	6,30

Źródło: Mera Schody, WDM

Tabela: Zrealizowany i prognozowany bilans

(mln zł)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Rzeczowe aktywa trwałe	16,32	17,08	16,74	15,51	14,44	13,44
Aktywa obrotowe	15,59	19,78	22,83	28,44	34,20	41,66
Kapitał własny	26,18	28,19	31,09	34,13	38,99	45,23
Zobowiązania długoterminowe	4,02	4,72	3,54	4,42	4,00	4,00
Zobowiązania krótkoterminowe	4,06	4,59	5,59	6,18	6,45	6,57
ROE	10,0%	7,7%	10,6%	15,0%	18,2%	14,9%
ROA	4,0%	5,7%	8,0%	11,6%	14,0%	11,9%

Źródło: Mera Schody, WDM

Wycena DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opiera się na modelu wolnych przepływów pieniężnych dla firmy (FCFF).

Podczas wyceny zastosowano następujące założenia:

- poziom przychodów i zysku EBIT opiera się na szczegółowych prognozach,
- założenia dotyczące wydatków kapitałowych i amortyzacji:

(mln zł)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Amortyzacja	2,45	2,56	2,51	2,33	2,17
CapEx	3,37	2,40	1,46	1,44	1,35

- założenia dotyczące kapitału pracującego – 31% wielkości przychodów
- gotówkowa stopa podatkowa = 19%
- stopa wzrostu przepływów pieniężnych w okresie prognostycznym = 2,5%
- stopa wolna od ryzyka = 6,5%
- premia za ryzyko = 10,0%
- współczynnik beta malejący do 1,3
- niewielki udział finansowania dłużnego

Tabela: Wycena DCF

(mln zł)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	
Przychody	34,09	41,44	47,32	51,58	51,77	
EBITDA	6,26	7,36	9,26	11,34	10,74	
EBIT	3,65	4,64	6,59	8,84	8,40	
Podatek	0,47	0,70	1,09	1,52	1,48	
NOPLAT	3,18	3,94	5,50	7,32	6,92	
Amortyzacja	2,45	2,56	2,51	2,33	2,17	
CapEx	3,37	2,40	1,46	1,44	1,35	
Δ Kapitał obrotowy netto	5,03	2,38	2,12	1,69	-0,03	
FCFF	-2,77	1,72	4,43	6,51	7,77	
Wartość rezydualna						49,10
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Premia za ryzyko	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Współczynnik beta	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3
Dług/pasywa	0,14	0,10	0,11	0,09	0,08	0,08
Koszt kapitału	19,81%	20,30%	20,15%	18,59%	18,71%	18,72%
Σ DCF	31,95					
Dług netto	-2,43					
Wycena	34,38					
Na akcję	3,41					

Źródło: WDM

Wycena DCF oparta na powyższych założeniach implikuje wartość przedsiębiorstwa na poziomie 34,38 mln zł. W przeliczeniu na jedną akcję wartość wynosi 3,41 zł.

Analiza wrażliwości

Analizę wrażliwości wyceny metodą DCF przeprowadzono ze względu na założenia dotyczące stopy wzrostu przepływu pieniężnego (g , w przedziale 1,5% – 3,5%) oraz kosztu kapitału (WACC, w przedziale 17 – 21%) w okresie progностycznym. Otrzymany przedział wartości to 30,31 – 39,28 mln zł (3,00 – 3,89 zł za akcję).

Tabela: Analiza wrażliwości DCF (mln zł)

WACC						
g	17%	18%	19%	20%	21%	
1,50%	35,21	33,76	32,83	31,34	30,31	
2,00%	36,12	34,57	33,58	31,99	30,91	
2,50%	37,10	35,44	34,38	32,69	31,53	
3,00%	38,15	36,37	35,22	33,42	32,20	
3,50%	39,28	37,36	36,13	34,20	32,90	

Źródło: WDM

Wycena mnożnikowa

Do wyceny mnożnikowej zastosowano następujące wskaźniki:

- P/E (waga 0,5)
- P/S (waga 0,2)
- EV/EBITDA (waga 0,3)

W celu porównania wybrano dwie grupy podmiotów notowanych na GPW (rynek regulowany i NewConnect). Grupa pierwsza obejmuje przedsiębiorstwa sklasyfikowane w sektorze drzewno-papierniczym: Barlinek, Forte, Grajewo, Hardex, Paged i Świecie. Są to spółki produkcyjne, których głównym surowcem wykorzystywanym do produkcji jest drewno. Druga grupa składa się z firm działających w sektorze materiałów budowlanych i wykończenia wnętrz: Centrum Klima, Cersanit, Decora, Lentex, Mercor, Nowa Gala, Polcolorit, Pozbud, Selena FM, Śnieżka i Ulma. Przedsiębiorstwa te cechują się podobną grupą docelową i zbliżonym charakterem produktów. Obu grupom przydzielono równą wagę 0,5.

Tabela: Wycena mnożnikowa

	P/E			P/S			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Sektor drzewno-papierniczy									
Średnia	7,5	7,7	4,7	0,6	0,5	0,4	5,2	4,4	2,9
Mediana	7,4	5,8	5,7	0,5	0,4	0,3	5,1	3,9	3,4
Sektor materiałów budowlanych									
Średnia	9,7	7,6	6,1	0,9	0,8	0,6	3,7	3,2	2,8
Mediana	9,3	7,6	6,8	0,8	0,7	0,6	5,1	4,4	3,7
Waga	20%	20%	10%	8%	8%	4%	12%	12%	6%
Wycena (mln zł)	23,90								
Na akcję	2,37								

Źródło: Mera Schody, WDM

Wycena końcowa

Końcowa wycena spółki Mera Schody oparta jest na dwóch modelach wyceny. Wycenie metodą DCF przydzielono wagę 0,7. Zastosowany model FCFF implikuje wycenę spółki na poziomie 34,38 mln zł, co daje wartość 3,41 zł na akcję.

Wycena metodą mnożnikową przyporządkowano wagę 0,3. Wynikająca z niej wartość 23,90 mln zł implikuje wycenę na poziomie 2,37 zł na jedną akcję.

Zastosowanie średniej ważonej do uzyskanych rezultatów daje wartość spółki na poziomie 31,23 mln zł, zaś jednej akcji – 3,09 zł.

Rekomendujemy „kupuj” dla akcji Mera Schody z ceną docelową 3,09 zł.

Informacje dodatkowe

Niniejszy raport został sporządzony przez Wrocławski Dom Maklerski S.A., którego działalność jest przedmiotem nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejszy raport jest skierowany do publicznej wiadomości.

W opinii WDM S.A. niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Zawarte w nim opinie i prognozy odzwierciedlają najlepszą wiedzę WDM S.A. na dzień jego sporządzenia i mogą ulec zmianie. Źródła wykorzystane to przygotowania raportu obejmują raport okresowe i bieżące, materiały ze spółki, raport branżowe, informacje prasowe, inne publicznie dostępne informacje. Autorzy postrzegają te źródła za wiarygodne, jednak nie mogą gwarantować ich dokładności i kompletności. WDM S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku ich podjęcia.

Niniejszy raport nie stanowi oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Żaden z zapisów niniejszego raportu nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy raport nie może zostać bezpośrednio ani pośrednio przekazany lub wydany w USA, Australii, Kanadzie ani Japonii.

Kopiowanie i publikowanie tego raportu albo jego części wymaga wcześniejszej pisemnej zgody WDM S.A.

Niniejszy raport nie stanowi rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Raport został sporządzony w dniu 1 października 2008.

Potencjalne źródła konfliktu interesów

Przed upublicznieniem, raport został przekazany spółce, której akcje są przedmiotem rekomendacji.

WDM S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy świadczył lub obecnie świadczy dla spółki następujące usługi i otrzymywał lub obecnie otrzymuje za nie wynagrodzenie:

- WDM S.A. pełnił rolę oferującego podczas prywatnej oferty akcji Spółki
- CEE Capital Sp. z o. o., spółka zależna WDM S.A. pełni rolę Autoryzowanego Doradcy na rynku NewConnect dla Spółki

Autorzy niniejszego raportu otrzymują wynagrodzenie uzależnione od wyników działalności WDM S.A. Wyniki te zależą między innymi od zysków generowanych z działalności w obszarze bankowości inwestycyjnej.

Definicje pojęć i wskaźników

DCF (discounted cash flow) – zdyskontowany przepływ pieniężny

EBIT (earnings before interest and taxes) – zysk operacyjny + przychody finansowe

EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation & amortization) – zysk operacyjny + przychody finansowe – amortyzacja

EPS (earnings per share) – zysk netto na akcję (zysk netto / liczba wyemitowanych akcji)

EV (enterprise value) – wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja + zobowiązania – gotówka)

EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa / EBITDA

FCFF – wolny przepływ pieniężny do firmy

MC/S – kapitalizacja / przychody neto ze sprzedaży

MCAP – kapitalizacja (cena rynkowa * liczba wyemitowanych akcji)

NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes) – zysk operacyjny netto pomniejszony o podatek

NWC (net working capital) – kapitał pracujący netto (aktywa obrotowe – zobowiązania krótkoterminowe)

P/E (price to earnings ratio) – wskaźnik cena / zysk (C/Z)

ROA (return on assets) – rentowność aktywów (zysk netto / aktywa)

ROE (return on equity) – rentowność kapitału własnego (zysk netto / kapitał własny)

Zalety i wady zastosowanych metod wyceny

Metoda DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) – szeroko stosowana i metodologicznie poprawna; dyskontuje przepływy pieniężne, które zostaną wygenerowane przez spółkę, z zastosowaniem odpowiedniej stopy dyskontowej, charakteryzuje się dużą wrażliwością otrzymanej wartości na założenia i prognozy zastosowane w modelu

Metoda porównawcza – szeroko stosowana i zrozumiała, porównuje spółkę do podobnych przedsiębiorstw używając wskaźników finansowych; wrażliwa na wybór grupy porównawczej i obecną sytuację rynkową.

Rekomendacje

KUPUJ – cena docelowa znacząco przekracza obecną cenę rynkową papierów wartościowych na rynku, średnioterminowa oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest dodatnia.

TRZYMAJ – cena docelowa nie różni się znacząco od ceny rynkowej papierów wartościowych na rynku, średnioterminowa oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest bliska zera.

SPRZEDAJ – cena docelowa jest znacząco niższa niż cena rynkowa papierów wartościowych na rynku, średnioterminowa oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest ujemna.

Poprzednie rekomendacje:

Data	Cena rynkowa/emisyjna	Cena docelowa	Rekomendacja
16 listopada 2007	5,45	7,23	KUPUJ

Struktura rekomendacji WDM w 4Q'2008

KUPUJ	0	(0%)
TRZYMAJ	0	(0%)
SPRZEDAJ	0	(0%)

Zastosowane notowania spółek i wartości indeksów odzwierciedlają stan z zamknięcia sesji giełdowych w dniu 30 września 2008.

Wrocławski Dom Maklerski S.A.
ul. Kiełbaśnicza 28, 50-109 Wrocław
tel. (+48 71) 79 11 555