

## Opinia na temat oferty publicznej Spółki



- **O spółce, parametrach oferty oraz celach emisji**

Armatura Kraków SA to największy w Polsce producent armatury sanitarnej z udziałem w rynku na poziomie 37%. Spółka jest również wiodącym dystrybutorem aluminiowych grzejników. Głównymi produktami Armatury Kraków są baterie jednouchwytowe i dwuuchwytowe (odpowiednio 39% i 22% przychodów ze sprzedaży w 2006 r.), wykorzystywane przede wszystkim w łazienkach i kuchniach. W 2006 r. Spółka wyprodukowała blisko 1,2 mln sztuk baterii, ale w 2007 r. produkcja ma sięgnąć 1,5 mln baterii. Firma oferuje klientom swoje towary za pośrednictwem 70 hurtowni instalacyjno-sanitarnych oraz ponad 100 hipermarketów budowlanych, takich jak Castorama, OBI, Leroy Merlin czy Praktiker. Ponadto, dysponuje siecią 367 Sklepów Patronackich.

Strategia Armatury Kraków zakłada umocnienie pozycji lidera na dynamicznie rosnącym polskim rynku armatury. Docelowo krakowska Firma planuje kontrolować ponad 40% rynku. Ponadto Spółka zamierza rozwijać eksport, przede wszystkim na rynki wschodnie (m.in. Rosja, Ukraina). W 2006 roku Armatura Kraków S.A. zrealizowała ok. 20% przychodów za granicą. Planowany wzrost sprzedaży będzie możliwy dzięki rozwojowi krakowskiego zakładu poprzez zwiększanie mocy produkcyjnych oraz rozbudowę powierzchni magazynowych.

Istotny wpływ na dalszy rozwój i realizację założeń strategicznych ma mieć m.in. emisja nowych akcji, z której Armatura chce pozyskać około 34,4 mln zł. Maksymalnie 15,4 mln zł Spółka zamierza przeznaczyć na zasilenie kapitału obrotowego. Działania te są niezbędne w sytuacji planowanego dalszego rozwoju produkcji i sprzedaży. Około 10 mln zł Spółka wyda na rozbudowę powierzchni magazynowej. Nowy obiekt magazynowy ma mieć ponad 6 tys. m<sup>2</sup> powierzchni oraz kubaturę rzędu 48 tys. m<sup>3</sup>. Moce produkcyjne Armatury

Kraków zostaną zwiększone kosztem około 9 mln zł. W ramach tej kwoty wybudowana zostanie nowa taśma transportowa oraz zostanie wykonany remont pomieszczeń, a także nastąpi reorganizacja procesów produkcyjnych.

Zapisy na akcje Armatury Kraków w przypadku inwestorów indywidualnych potrważą od 20 do 24 lipca. Z kolei w transzy instytucjonalnej o jeden dzień dłużej. Cena emisyjna nowych akcji została ustalona na poziomie 1,8 zł. W ramach transzy indywidualnej zaoferowanych zostanie 5 mln walorów. Inwestorzy instytucjonalni będą mogli się zapisywać na 15 mln akcji. Zamknięcie oferty nastąpi 25 lipca. Zapisy na akcje będą przyjmowane w placówkach Domu Maklerskiego PKO BP. Po emisji największym udziałowcem nadal będzie PZU Życie, do którego należeć będzie 67% walorów.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

Spółka jest podmiotem o stabilnej kondycji finansowej. Ostatnie 3 lata funkcjonowania na rynku przyniosły wzrost przychodów z poziomu 101,3 mln zł do 130,4 mln zł, czyli o niemal 30%. W tym czasie zysk netto jednak każdego roku spadał. Jeszcze w 2004 roku sięgał poziomu 2,7 mln zł, podczas gdy w 2006 roku zamknął się kwotą 2,15 mln zł. Warto jednak zauważyć, że w tym samym okresie zysk z działalności operacyjnej wzrósł z poziomu 2,5 mln zł do 4,1 mln zł. Tak duża różnica w kształtowaniu się wyniku netto oraz zysku operacyjnego wynikała przede wszystkim z gwałtownego wzrostu kosztów związanych z obsługą zadłużenia oraz leasingu. Przyrost tych pozycji bilansowych wynikał z kolei bezpośrednio z realizowanej przez Spółkę inwestycji budowy nowej fabryki. W przeważającej części wydatki inwestycyjne finansowane były w tym przypadku właśnie przy wykorzystaniu kapitałów obcych – zarówno kredytów bankowych, jak i leasingu

Prognozy na bieżący rok zakładają wyraźną poprawę zysku netto. Jego poziom ma wzrosnąć w stosunku do roku 2006 aż o 90% do 4,1 mln zł. W tym samym czasie przychody mają wzrosnąć o 14%, a zysk operacyjny o 66% odpowiednio do poziomów 149,2 mln zł i 6,8 mln zł. Dane te wskazują, że rentowność netto ukształtuje się w bieżącym roku na poziomie 2,7% wobec 1,7% w roku poprzednim. Wpływ na planowaną poprawę wyników finansowych w bieżącym roku, niewątpliwie obok świetnej koniunktury budowlanej, miała również wyjątkowo ciepła zima.

Obecnie Spółki giełdowe działające w sektorze materiałów budowlanych wyceniane są przez rynek wysoko. Niemniej ze względu na spodziewaną dalszą poprawę ich wyników, parametry wskaźników rynkowych tych firm niewątpliwie ulegną poprawie. Obecny średni

wskaźnik C/Z dla sektora materiałów budowlanych, to 46. Z kolei wskaźnik C/WK przyjmuje wartość na poziomie 5,3. Uwzględniając tegoroczną prognozę Armatury oraz ustalony poziom ceny emisyjnej nowych akcji, można założyć, że po wynikach za czwarty kwartał 2007 Spółka będzie notowana ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 34 oraz wskaźnikiem C/WK na poziomie 1,5.

- **Podsumowanie**

Armatura Kraków to podmiot działający w branży materiałów budowlanych. Od wielu miesięcy spółki o takim profilu cieszą się niesłabnącą popularnością. Wynika to m.in. ze świetnej koniunktury na rynku budowlanym, co bezpośrednio w korzystny sposób rzutuje niemal na wszystkie firmy, które wytwarzają i sprzedają dobra dla tego sektora. Obok przynależności do branży, silnym atutem Spółki jest bardzo mocna pozycja rynkowa (udział Armatury w polskim rynku armatury sanitarnej sięga poziomu 37%). Istotnym atutem jest również sprawdzona i rozpoznawalna marka, czy też wysoka jakość wyrobów.

W latach 2004-2006 Spółka ani razu nie zdołała poprawić zysku netto. Rósł w tym czasie natomiast poziom przychodów. W 2006 roku wzrósł wyraźnie także poziom zysku operacyjnego. Za spadający wynik na poziomie netto odpowiedzialny był w tym okresie przede wszystkim gwałtownie rosnący poziom zobowiązań zarówno krótko, jak i długoterminowych. Wynikało to przede wszystkim z prowadzonych inwestycji.

Wyniki w bieżącym roku mają ulec wyraźnej poprawie. Spółka planuje osiągnąć 4,1 mln zł zysku netto, co będzie oznaczało dynamikę poprawy w stosunku do roku poprzedniego rzędu 90%. Przychody ze sprzedaży mają wzrosnąć o 14% do poziomu 149,2 mln zł, a zysk operacyjny wzrośnie w stosunku do poprzedniego roku o 66% do poziomu 6,8 mln zł. Rentowność netto zgodnie z prognozą wzrośnie w bieżącym roku do 2,7% wobec 1,7% przed rokiem.

Na końcowy wynik niewątpliwie będą wpływać czynniki ryzyka, takie jak zmiana cen surowców, kursu walut. Nie bez znaczenia jest również zagrożenie ze strony konkurencji.

Oferta publiczna Armatury powinna cieszyć się powodzeniem chociażby ze względu na przynależność do branży, która już od dłuższego czasu jest bardzo dobrze postrzegana przez inwestorów. Wykonanie tegorocznych prognoz spowoduje, że Spółka przy ustalonej cenie emisyjnej na poziomie 1,8 zł będzie notowana po wynikach za 4 kwartał 2007 roku ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 34. Tymczasem sektor materiałów budowlanych bazując na wynikach za ostatnie 12 miesięcy notowany jest ze średnim wskaźnikiem C/Z na poziomie

około 47\*. Niemniej spodziewana poprawa wyników konkurentów powinna przyczynić się do dalszego spadku wartości średniego wskaźnika C/Z dla branży, a tym samym obniżyć się może atrakcyjność inwestycyjna akcji Armatury.

Reasumując można ocenić, że Spółka powinna w kolejnych latach nadal stabilnie się rozwijać. Dynamika wzrostu zysku netto w przyszłym roku z pewnością będzie dużo niższa niż w roku bieżącym. Ostatecznie o poziomie zysku netto zadecyduje koniunktura w sektorze, a także czynniki ryzyka.

Ze względu na wciąż utrzymujący się pozytywny klimat na rynku debiutantów, spodziewać się można, że także i ten debiut będzie bardzo udany. Z kolei w średnim terminie spodziewałbym się stabilizacji notowań, gdyż zbyt silny i zbyt szybki wzrost mógłby spowodować, że akcje Spółki notowane ze zbyt dużą premią wobec konkurencji, a to znacząco podwyższyłoby ryzyko inwestycyjne walorów.

- **Ocena**

Siła czynnika negatywnego											Siła czynnika pozytywnego									
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	Kryteria	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
										Czynniki ryzyka										
										Akcjonariat po emisji										
										Fundamenty										
										Atrakcyjność ceny Emisyjnej ***										
										Perspektywy dalszego rozwoju										
										Szansa wzrostu ceny na debiucie >10%										
										Pozycja rynkowa										
										Podsumowanie										

\*\*\*przy cenie emisyjnej 1,8 zł za akcję



- siła czynnika negatywnego



- siła czynnika pozytywnego

Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Armatura Kraków

\* Wg danych GPW

**Wyjaśnienie do Oceny (tabeli):**

<b>CZYNNIK</b>	<b>WYJAŚNIENIE</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	Ocena podsumowująca ogół istniejących czynników ryzyka dla przyszłych akcjonariuszy spółki. Im wyższy poziom koloru zielonego tym niższe ryzyko. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym wyższe ryzyko.
<b>Akcjonariat po emisji</b>	Ocena akcjonariatu spółki po emisji, w tym także pod kątem blokady akcji „lock-up”, a także pod kątem dominującego udziału jednego podmiotu, bądź podmiotów działających w porozumieniu. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepsza struktura akcjonariatu. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorsza struktura akcjonariatu.
<b>Fundamenty</b>	Ocena długoterminowej stabilności finansowej spółki (podstawą oceny jest siła fundamentalna po uzyskaniu środków z emisji, drugim kryterium są przyszłe wyniki). Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty.
<b>Atrakcyjność ceny emisyjnej</b>	Ocena atrakcyjności oferty cenowej akcji oszacowana na podstawie ogólnej metody porównawczej z sektorem i spółkami i zbliżonym profilu działalności. Im wyższy poziom koloru zielonego tym porównanie wypada korzystniej dla analizowanej firmy. Z kolei coraz wyższy poziom koloru czerwonego świadczy o malejącej atrakcyjności w stosunku do sektora na GPW.
<b>Perspektywy dalszego rozwoju</b>	Ocena planów inwestycyjnych, sytuacji w branży i związanych z tym szans na dalszy rozwój. Im wyższy poziom koloru zielonego tym wyższe perspektywy rozwoju. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym mniejsze perspektywy dalszego rozwoju.
<b>Szansa wzrostu na debiucie &gt;10%</b>	Ocena prawdopodobieństwa wzrostu kursu na debiucie o więcej niż 10% (ocena subiektywna). Im wyższy poziom koloru zielonego tym większa szansa na taki zysk. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym szansa takiego zysku mniejsza.
<b>Pozycja rynkowa</b>	Ocena obecnej pozycji rynkowej spółki, uwzględniająca zagrożenie ze strony konkurentów
<b>Podsumowanie</b>	<b>Ocena podsumowująca wszystkie powyższe czynniki, ze szczególnym uwzględnieniem stabilności fundamentalnej ocenianej firmy oraz jej perspektyw rozwoju i szans zarobku na debiucie. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej można ocenić całościowo spółkę. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej wypada całościowa ocena spółki.</b>

*Niniejszej opinii jest Piotr Cieślak – analityk SII. Autor nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji. Opracowanie zostało sporządzone s. 5 z 5 na zlecenie: Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych 18 lipca 2007 r., a opublikowany przez SII w dniu 20 lipca 2007 r..*

*Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi "rekomendacji" w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.*

*Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Armatura Kraków jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Armatura Kraków dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: [www.kfa.pl](http://www.kfa.pl)*