

19 sierpnia 2010

Komentarz specjalny



Sektor chemiczny

Polska

Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl

ZCH Police

PICE.WA; PCE PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

2Q - Niewielkie odchylenie od prognoz

Obecna cena 6,02 PLN, Cena docelowa 5,50 PLN

Wyniki ZCH Police za 2Q'2010 oceniamy neutralnie i uważamy że nie dają one podstaw do weryfikacji naszych rocznych prognoz dla Spółki. Obserwujemy co prawda poprawę sytuacji na rynku nawozowym (taki scenariusz zakładaliśmy w naszym modelu), zarówno pod względem cen jak i wolumenów, ale w naszej opinii jest za wcześnie aby dyskontować znaczący wzrost rentowności w tym obszarze (skokowy wzrost cen zbóż poprawia siłę zakupową rolników tylko w niektórych regionach, a problemy na tym rynku nie zmieniają istotnie bilansu rynku nawozowego), tym bardziej że Police są narażone na ryzyko wzrostu cen głównych surowców do produkcji nawozów NPK w przyszłym roku. Spółka ustabilizowała sytuację płynnościową, ale nie zmienia to faktu że po uporządkowaniu wszystkich płatności z wierzycielami (przeterminowane zobowiązania) raportowany dług netto może sięgać około 300 mln PLN, co implikowałoby obecną wartość EV Spółki na poziomie 750 mln PLN i wskaźnik EV/EBITDA'11 powyżej 6,1. Nie są to w naszej opinii mnożniki atrakcyjne w relacji do ryzyka inwestycyjnego. Nie spodziewamy się również, aby prowadzony obecnie proces prywatyzacji Spółki przyniósł jakieś pozytywne rozstrzygnięcia z punktu widzenia kursu akcji. W tym kontekście utrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZCH Police

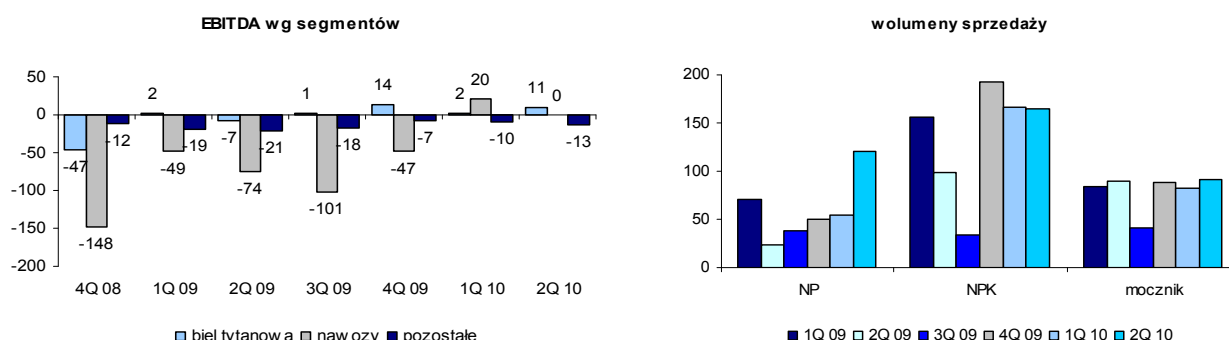
(mln PLN)	IIQ 2010	IIQ 2009	zmiana	IIQ 2010P	konsensus	1H'2010	2010P	2009	zmiana
Przychody	502,5	355,4	41%	379,7	410,4	922,3	1 919,9	1 485,6	29%
EBITDA	-4,5	-102,7	-	-0,5	-	7,2	70,5	-327,4	-
marża EBITDA	-0,9%	-28,9%	-	-0,12%	-	-	3,67%	-22,04%	-
EBIT	-23,1	-122,0	-	-19,9	-17,7	-30,9	-6,1	-407,5	-
Zysk brutto	-21,8	-81,7	-	-20,5	-	-24,1	-12,3	-404,7	-
Zysk netto	-19,7	-53,6	-	-16,6	-17,9	-22,1	-12,3	-422,1	-

Źródło: ZCH Police, PAP, szacunki DI BRE

Pozytywne zaskoczenie na przychodach, problem z marżą na nawozach

Police w 2Q'2010 wygenerowały nieco wyższą stratę operacyjną w relacji do naszych prognoz i rynkowego konsensusu, ale w dużej mierze to odchylenie wynikało z ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -7 mln PLN (prawdopodobnie efekt wyższych kosztów odsetek od przeterminowanych zobowiązań i operacyjnych różnic kursowych). Spółka pozytywnie zaskoczyła natomiast na poziomie przychodów, gdzie ponad 100 mln PLN dodatkowej sprzedaży zostało wygenerowane dzięki wyższemu niż oczekiwaliśmy wolumenowi w segmencie nawozowym (wzrost o 20% q/q mimo sezonowości). Udało się to dzięki znacznie wyższym przychodom eksportowym (udział sprzedaży zagranicznej wzrósł w tej kategorii z 34% w 1Q do 51%), które jednak charakteryzowały się niską marżą i stąd efekt na poziomie EBIT nie był zauważalny. Bardzo wysoką sprzedaż zanotowano kategorii nawozów NP, których udział w segmencie osiągnął rekordowy poziom 34%. Podobnie jak w poprzednich kwartałach Spółka utrzymywała również pełne wykorzystywanie mocy produkcyjnych linii mocznika, aczkolwiek marże na tym produkcie w 2Q uległy wyraźnemu osłabieniu w związku ze spadkiem cen i wzrostem taryfy gazowej. Z pozytywnych tendencji warto ponadto odnotować poprawę rentowności w segmencie bieli tytanowej, gdzie wypracowanie 8 mln PLN zysku operacyjnego było możliwe dzięki podwyżce cen tego produktu.

EBITDA wg segmentów w mln PLN i sprzedaż wolumenowa nawozów w tys. ton

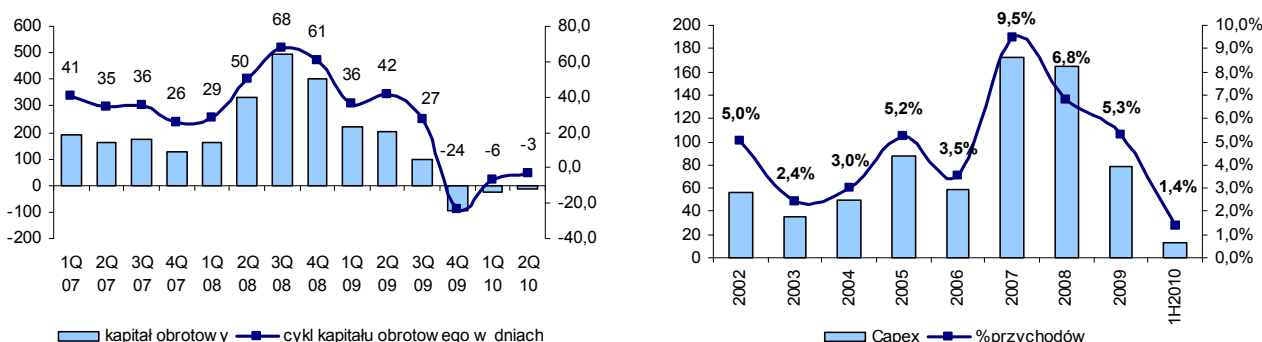


Źródło: ZCH Police, PAP, szacunki DI BRE

Sytuacja płynnościowa ustabilizowana

W połowie czerwca Police otrzymały pożyczkę na ratowanie przedsiębiorstwa w kwocie 150 mln PLN, która do końca kwartału została wykorzystana tylko w części (81 mln PLN) czego efektem było obniżenie wykorzystania limitów w bankach PKO i Pekao o 40 mln PLN. Dług netto wzrósł q/q tylko o 23 mln PLN do 129 mln PLN i miał związek przede wszystkim z ujemnymi przepływami z działalności operacyjnej -19,7 mln PLN. Nadal wysoka pozostała kwota zobowiązań handlowych (394 mln PLN), choć w 2Q Spółce udało się część długów uregulować (40 mln PLN) dzięki obniżeniu stanu zapasów o 80 mln PLN (jednocześnie wzrosły należności o 40 mln PLN). Jeśli chodzi o zobowiązania przeterminowane wobec PGNiG i jednostek administracyjnych to na koniec półrocza wynosiły one 135 mln PLN. W celu zabezpieczenia przyszłej płynności Zarząd zapewnił sobie dodatkowo linie faktoringowe do kwoty 52 mln PLN. Podsumowując, sytuacja płynnościowa Polic po otrzymaniu pożyczki od ARP została ustabilizowana, aczkolwiek inwestorzy powinni mieć na uwadze konieczność uregulowania w najbliższych miesiącach zaległych zobowiązań, która wpłynie na wzrost zadłużenia netto Spółki. Docelowe potrzeby finansowe Polic dobrze ilustrują dwa poniższe wykresy przedstawiające saldo kapitału obrotowego (wydaje się, że oprócz spłaty zobowiązań przeterminowanych należy liczyć się z trwałym zaostrzeniem warunków płatności dla Spółki przez dostawców) oraz wydatki inwestycyjne w relacji do przychodów (w ostatnich kwartałach Zarząd w obliczu kryzysu ograniczył nakłady odtworzeniowe do minimum, co oznacza że znaczna część tego popytu inwestycyjnego odłoży się w Policach na następne lata).

Saldo kapitału obrotowego oraz nakłady inwestycyjne w relacji do przychodów



Źródło: ZCH Police, opracowanie DI BRE

Outlook Zarządu na najbliższe kwartały

Zarząd oczekuje, iż w kolejnych kwartałach pozytywne tendencje obserwowane w zakresie wolumenów sprzedaży nawozów będą utrzymane (w 3Q pracują już wszystkie linie nawozów NPK), a dodatkowo rosnące ceny zbóż pozwolą na rynku krajowym na przeprowadzenie podwyżek na produktach w tej kategorii. Pozytywnie na rentowność będą wpływały również obserwowane wzrosty notowań DAP i mocznika na rynkach światowych. Spółka oczekuje, że wyniki operacyjne w 2H'2010 będą dodatnie aczkolwiek na razie nie jest w stanie zagwarantować, że straty z pierwszego półrocza zostaną odrobione. Otoczenie surowcowe na razie poza siarką pozostaje stabilne, ale nie jest wykluczone że pod wpływem pozytywnych tendencji na światowym rynku dostawcy będą chcieli podnieść ceny w kontraktach na rok 2011, co może ograniczyć poprawę rentowności Polic. Trudno również oczekiwać dalszej redukcji kosztów związanych z utrzymaniem ruchu, gdyż bardzo dużo w tej kwestii zostało już zrobione w 2009 roku i teraz można się nawet spodziewać niewielkiej tendencji wzrostowej w tej kategorii wydatków stałych (w 1H'2010 koszty te były wyższe r/r o 4,7 mln PLN).

Program restrukturyzacyjny

W terminie do końca listopada Spółka musi przedłożyć Komisji Europejskiej program restrukturyzacji, który pozwoli przywrócić trwałą konkurencyjność zakładom i będzie stanowił podstawę do przekształcenia obecnej pożyczki ratunkowej na pożyczkę restrukturyzacyjną (ze spłatą rozłożoną na 5 lat z roczną karencją na raty kapitałowe). Główne założenia tego programu to redukcja zatrudnienia (o 600 osób do końca przyszłego roku, co przyniesie roczne oszczędności rzędu 40 mln PLN), inwestycje zapewniające poprawę efektywności produkcji (obniżenie zużycia gazu na amoniak i amoniaku na mocznik), dezinvestycje oraz restrukturyzację spółek zależnych. Do niedawna głównym źródłem pozyskania kapitału w planach Zarządu była sprzedaż aktywów pozaoperacyjnych (nieruchomości), spółek zależnych (spółki usługowe, budowlane, dystrybucyjne) oraz outsourcing energetyki poprzez znalezienie partnera strategicznego dla elektrociepłowni zakładowej. Dotychczasowy postęp tych procesów wskazuje jednak, że obecnie trudno znaleźć satysfakcjonujące oferty kupna tych aktywów i dlatego podjęto decyzję o przystąpieniu do ich gruntownej restrukturyzacji, która ma przynieść poprawę efektywności i być może umożliwi ich sprzedaż w przyszłości.

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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.