

17 listopada 2009

Komentarz specjalny


Sektor chemiczny

Polska

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

ZA Puławy

PULW.WA; ZAP PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Strata wyższa niż oczekiwaliśmy
Obecna cena 73,75 PLN, Cena docelowa 82,7 PLN

Wyniki ZA Puławy za 1Q roku obrotowego 2009/10 praktycznie na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat okazały się gorsze od naszych oczekiwań, które z kolei plasowały się poniżej rynkowego konsensusu. Negatywne odchylenie to przede wszystkim efekt niższych przychodów w segmencie nawozowym oraz wyższych wydatków na świadczenia pracownicze. Słabe wyniki 1Q'09/10 należy jednak oceniać przez pryzmat występującej w ZAP sezonowości. Ten okres zazwyczaj jest dla Spółki najsłabszy i w dużej mierze opiera się na sprzedaży eksportowej, która obecnie z uwagi na niekonkurencyjne ceny gazu w Polsce nie jest rentowna i notuje mocno ujemne dynamiki (w poprzednich latach udział eksportu w sprzedaży nawozów w 1Q roku obrotowego wynosił średnio 50%, a tym razem było to tylko 19%). Kolejne kwartały powinny w tym kontekście przynieść poprawę rentowności, aczkolwiek tegoroczne zyski będą naszym zdaniem w dużej mierze pochodzić ze sprzedaży uprawnień do emisji NOx, która może sięgnąć 50-60 mln PLN. Ważniejszą kwestią w krótkim terminie może być jednak wypłata dywidendy z zysku za rok 2008/09. Rada Nadzorcza i Zarząd proponują wypłatę na poziomie 2,55 PLN na akcję (yield 3,5%), ale naszym zdaniem bilans ZAP pozwala na wypłatę całego zysku netto, czyli 10 PLN na akcję (yield 13,6%). Ewentualne spadki kursu w reakcji na znaczne negatywne odchylenie wyników od konsensusu, mogą jeszcze uatrakcyjnić parametry tej dywidendy.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZA Puławy

(mln PLN)	IQ09/10	IQ08/09	zmiana	IQ09/10P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus
Przychody	383,4	674,8	-43%	481,0	-20%	484,0	-20,8%
EBITDA	-30,0	181,3	-	-12,1	-	0,0	-
marża EBITDA	-7,8%	26,9%	-	-2,5%	-	0,0%	-
EBIT	-46,8	168,2	-	-33,8	-	-14,4	-
Zysk brutto	-39,7	185,9	-	-24,8	-	-	-
Zysk netto	-31,0	150,1	-	-19,8	-	6,2	-

Źródło: ZA Puławy, PAP, szacunki DI BRE

Negatywne zaskoczenie zarówno na przychodach, jak i EBIT

Wyniki ZA Puławy za pierwszy kwartał roku obrotowego 2009/10 okazały się znacznie gorsze od naszych oczekiwań, mimo iż te były bardziej konserwatywne od rynkowego konsensusu. Na poziomie przychodów negatywne odchylenie wyniosło aż -20% i było efektem przede wszystkim bardzo słabej sprzedaży RSM, niższej od naszych szacunków o ponad 73 mln PLN (prawdopodobnie efekt sygnalizowanej przez ZAP znacznej podaży tego nawozu w Europie w związku z importem z USA oraz innych kierunków o niższych kosztach gazu). W naszej opinii sprzedaż RSM i tak nie była jednak w tym kwartale dochodowa, tak więc prawdopodobnie znacznie większy wpływ na osiągnięty EBIT miał ubytek przychodów ze sprzedaży siarczanu amonu i saletry amonowej (-29 mln PLN w stosunku do naszej prognozy). Dodatkowo rentowność ZAP została zainfekowana wyższymi kosztami wynagrodzeń (aż 58,3 mln PLN vs. oczekiwane 51,2 mln PLN i 49,2 mln PLN rok temu), które Zarząd tłumaczy m.in. zmianą rachunkowości i wypłatą jednorazowego świadczenia dla pracowników (zwracamy jednak uwagę, że na ten cel zawiązano już rezerwę w poprzednim kwartale). Ostatecznie na poziomie EBIT Spółka wygenerowała stratę -46,8 mln PLN, wyższą od naszych szacunków o 13 mln PLN (inne odchylenie na poziomie EBITDA to efekt niższej amortyzacji-rozbieżność to konsekwencja przejścia ZAP na MSR). Przypominamy, że w związku ze zmianą zasad księgowania, EBIT uwzględnia już dodatni wynik na transakcjach zabezpieczających kurs walutowy w kwocie +13,5 mln PLN.

Wysoki Capex i spadek zasobów gotówkowych

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w tym kwartale mimo straty EBITDA były dodatnie (47,9 mln PLN), z uwagi na uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego w kwocie 106 mln PLN. Spółka poniosła jednak bardzo wysokie nakłady inwestycyjne (aż 156 mln PLN vs. 56 mln PLN rok wcześniej), co jest zgodne z ostatnimi zapowiedziami Zarządu (roczny Capex na poziomie 405 mln PLN). Przełożyło się to na obniżenie zasobów gotówkowych netto. Ze względu na zmianę w prezentacji krótkoterminowych aktywów finansowych (lokaty zostały uwzględnione łącznie w pozycji „należności handlowe i pozostałe”) trudno jednoznacznie określić aktualny dług netto ZAP. Zakładając, że poziom założonych lokat nie zmienił się w relacji do ostatniego kwartału (234 mln PLN) i uwzględniając posiadane bony skarbowe na kwotę 59,5 mln PLN, zobowiązania z hedgingu na -12,5 mln PLN i środki pieniężne w kwocie 141,3 mln PLN, szacujemy że potencjał gotówkowy ZAP na koniec września wynosił 421 mln PLN vs. 548 mln PLN na koniec czerwca. Nadal jednak pozwala to w naszej opinii na wypłatę w formie dywidendy całego ubiegłorocznego zysku netto w kwocie 194,6 mln PLN, czyli 10 PLN na akcję.

Skonsolidowane wyniki ZA Puławy wg. segmentów

(mln PLN)	Segment Agro		Segment Chemia		Segment Energetyka		Pozostałe		Wyłączenia	
	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09
Przychody	287,2	596,6	243,4	365,8	337,3	142,0	46,3	50,8	-530,9	-480,4
Przychody zewnętrzne	178,7	442,4	190,4	208,7	4,0	4,0	10,3	19,6	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-44,1	164,7	-8,2	54,9	33,6	14,8	-7,2	-10,7	26,4	2,1
marża brutto	-15,3%	27,6%	-3,3%	15,0%	9,9%	10,4%	-15,5%	-21,1%	-	-
EBITDA	-58,9	138,5	-11,4	52,0	34,2	16,0	-20,3	-27,3	26,4	2,1
Amortyzacja	5,2	2,8	7,7	7,2	1,7	1,4	2,0	1,8	0,0	0,0
EBIT	-64,1	135,7	-19,2	44,8	32,5	14,6	-22,4	-29,0	26,4	2,1

Źródło: ZA Puławy

Pierwsza prezentacja wyników wg. segmentów

W związku z przejściem na MSR, Puławy zdecydowały się na prezentację wyników w podziale segmentowym (Agro, Chemia, Energetyka i Pozostałe). Ze względu na brak danych historycznych w tym układzie ciężko o szczegółową analizę wyników na poszczególnych rodzajach działalności. Porównanie r/r potwierdza oczekiwania znacznego osłabienia rezultatów w segmencie nawozowym, co miało związek z ubytkiem przychodów eksportowych, które w zeszłym roku charakteryzowały się wysoką rentownością. Gorzej w ujęciu r/r wypada także segment chemiczny, choć w tym wypadku spadek jest znacznie mniejszy i prawdopodobnie wynika przede wszystkim z gorszej rentowności sprzedaży melaminy w związku ze spadkiem cen produktu i stałych cenach gazu w Polsce. Zastanawiający jest ponad dwukrotny wzrost przychodów między segmentowych na działalności energetycznej (ceny energii wzrosły r/r tylko o kilkadziesiąt procent), ale Spółka tłumaczy to zmianą rozliczeń w zakresie dostaw mediów do zakładów produkcyjnych (prawdopodobnie zakupy zewnętrzne energii, wcześniej były realizowane przez poszczególne zakłady, a teraz koordynuje to segment energetyczny).



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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 stanowił 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, Mondii, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku 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.