

środa, 25 marca 2015 | komentarz specjalny

PCC Rokita – wyniki 2014 i perspektywy na 2015

Cena bieżąca: 41,40 PLN

PCR PW | Sektor chemiczny, Polska

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Grupa PCC Rokita przedstawiła solidne wyniki finansowe za ubiegły rok, które zgodnie z dotychczasową praktyką Spółki powinny zaowocować wypłatą wysokiej dywidendy (yield nawet 8,8%). Perspektywy na rok 2015 również rysują się obiecująco, aczkolwiek ze względu na trwające procesy inwestycyjne i związane z nimi przestoje remontowe znaczna część poprawy rezultatów przesunie się na rok kolejny. Naszym zdaniem wskaźniki zadłużenia, mimo prognozowanego ich okresowego wzrostu w tym roku, pozwolą na utrzymanie polityki dywidendowej w najbliższych latach. W tym kontekście mnożnik P/E na poziomie 11,5x (możliwe obniżenie do 9,0x w roku 2016) nie wydaje się wygórowany.

- W 2014 Spółka poprawiła nieznacznie wynik na poziomie EBITDA mimo znacznie trudniejszych warunków makro w obszarze ładu sodowego (spadek średniej ceny o 10% r/r). Udało się to dzięki wyższej sprzedaży wolumenowej w kategorii polioli oraz bardzo korzystnym marżom na tych produktach w ostatnich miesiącach (wybuch dużej instalacji Shell stanowiącej 10% europejskich mocy tlenu propylenu). Obecnie obserwujemy wzrost cen ładu o około 30 EUR/t (tegoroczna sprzedaż powinna sięgnąć 140 tys. ton) przy jednoczesnej korekcie ponadprzeciętnych marż na polioliach (niemniej w pierwszych miesiącach 2015 roku udało się wykorzystać to dobre otoczenie).
- Wyniki 1H'2015 będą obniżone przez przestój remontowy, który jest związany z wyłączeniem instalacji elektrolizy i

całkowitego przejścia na technologię membranową. Harmonogram uruchamiania kolejnych etapów tej inwestycji wskazuje, że średnia produkcja wzrośnie w przyszłym roku powyżej 150 tys. ton (140 w 2015), a docelowy poziom (165 tys. ton) zostanie osiągnięty w 2017. Zastąpienie starej energochłonnej linii produkcyjnej pozwoli docelowo ograniczyć koszty energii o 20 mln PLN.

- W drugim półroczu Spółka powinna korzystać na zwiększeniu produkcji tlenu propylenu (45 tys. ton vs. 39 tys. ton rocznego potencjału), a dodatkowa marż z tego tytułu w całym 2016 roku szacujemy na kilka mln PLN.
- Pozytywnym aspektem jest zwolnienie przez ustawę o OZE z obowiązku „kolorowania” energii (około 9 mln PLN oszczędności). Szansą dla Spółki byłoby również zwolnienie z akcyzy (kolejne 10 mln PLN), ale na razie trudno ocenić prawdopodobieństwo takiego scenariusza.
- Przy założeniu utrzymania marż na podstawowych produktach na średnim poziomie i uwzględnieniu zmian w wolumenach oraz oszczędności energetycznych oczekujemy wzrostu tegorocznego EBITDA o niecałe 20 mln PLN. W przyszłym roku efekty prowadzonych inwestycji powinny być w pełni widoczne i zysk powiększony o amortyzację może przekroczyć 180 mln PLN (ceteris paribus na makro).
- Dotychczasowa polityka Spółki zakładała wypłatę 100% zysku jednostkowego i przy założeniu utrzymania tej praktyki tegoroczny yield może sięgnąć 8,8%. W tym roku będzie to oznaczać wzrost zadłużenia netto (Capex konsumuje CF z operacji), ale do bezpiecznych poziomów (2,2x EBITDA). W przyszłym roku dywidenda może być naszym zdaniem utrzymana bez szkody dla bilansu.

Wyniki finansowe Grupy PCC Rokita i szacunki mDM na rok 2015

mIn PLN	2011	2012	2013	2014	2015P*
Przychody	820,9	1056,9	1101,2	1092,9	1076,0
EBITDA	121,7	123,1	119,8	125,2	142,7
saldo na pozostałej działalności	25,0	3,4	2,2	4,1	0,0
Amortyzacja	52,5	49,2	42,6	44,2	57,0
EBIT	69,2	73,9	77,2	81,0	85,7
Działalność finansowa	-22,6	192,6	-11,4	-5,3	-8,9
Zysk brutto	46,6	266,4	65,8	75,8	76,8
Podatek	5,4	1,4	7,5	4,5	7,7
Zysk netto	52,2	266,4	58,3	71,2	69,1
Gotówka	64,1	57,7	50,5	122,0	-
Kredyty i obligacje	635,3	226,4	260,1	362,7	-
Dług netto	571,2	168,7	209,6	240,7	314,0
Dług netto/EBITDA	4,7	1,4	1,8	1,9	2,2
CF operacyjny	105,4	111,7	114,6	164,6	135,0
Capex	73,2	73,7	97,7	141,9	130,0
Dywidenda	24,6	50,3	49,4	68,7	69,4
Dyield	3,1%	6,3%	6,2%	8,7%	8,8%
P/E	15,2	3,0	13,6	11,1	11,5
EV/EBITDA	11,5	8,1	8,7	8,5	8,0

Źródło: PCC Rokita; *szacunki Domu Maklerskiego mBanku

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 Maklerskiego mBanku:

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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszk, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszk, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszk, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokołów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl