



28 lutego 2011

Komentarz specjalny



Chemia

Polska

Kamil Kliszczyk
(48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl

ZA Puławy

PULW.WA; ZAP PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Perspektywa bardzo dobrych wyników

Obecna cena 112,0 PLN, Cena docelowa 106,1 PLN

Wyniki ZA Puławy za 2Q roku obrotowego 2010/11 na pierwszy rzut oka wydawały się rozzaczarowujące, ale po uwzględnieniu sygnalizowanych przez Zarząd kilku czynników jednorazowych (ujemna wycena ERU, rezerwy środowiskowe, wypłata nagrody dla pracowników) można uznać je za bardzo obiecujące w kontekście kolejnego okresu sprawozdawczego. W 3Q'2010/11 spodziewamy się bowiem pełnego obciążenia mocy produkcyjnych w melaminie i moczniku oraz możliwego rozpoznania przychodów z jednostek redukcji emisji podtlenku azotu. Wyższe średnie ceny wszystkich produktów przy obniżce cen gazu powinny dodatkowo wzmocnić rentowność, szczególnie w kontekście obniżenia kosztów remontowych, zawyżonych w ostatnim kwartale. Taki scenariusz zakładaliśmy jednak w naszym ostatnim raporcie i obecnie nie widzimy podstaw do weryfikacji w górę naszej rocznej prognozy EBIT na poziomie 161 mln PLN (realizacja po pierwszym półroczu -30,4 mln PLN). Zwracamy uwagę, że założenie utrzymania się tak korzystnych warunków zewnętrznych w średnim terminie, szczególnie w obszarze agro, może być zbyt optymistyczne. Wiele wskazuje bowiem na to, że zwiększone wyrażnie powierzchnie zasiewów mogą pozwolić na zmniejszenie napięć na rynku zbożowym (opisywany przez nas ostatnio raport USDA oraz podobne szacunki z Europy), co nie będzie uzasadniać utrzymania się rekordowych cen pszenicy i kukurydzy, które dzisiaj stanowią główne wsparcie dla cen nawozów (przy rosnącej podaży z nowych instalacji będących pochodną poprzedniej hossy). Optymizm w wycenach niektórych spółek z branży (wskaźnik EV/EBITDA na rok 2011 dla kopalni soli potasowej przekracza 11) rodzi ryzyko znaczącej korekty notowań sektora w przypadku braku argumentów dla ekstremalnych scenariuszy w rolnictwie. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację dla ZAP.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZA Puławy

(mln PLN)	IIQ10/11	IIQ09/10	zmiana	IIQ10/11P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	I-IIQ10/11	I-IIQ09/10	różnica
Przychody	648,2	513,4	26%	557,7	16%	579,0	12,0%	1120,0	895,9	25,0%
EBITDA	40,5	-5,5	-	50,5	-20%	-	-	10,1	-37,5	-
marża EBITDA	6,2%	-1,1%	-	9,1%	-	-	-	0,9%	-4,2%	-
EBIT	19,6	-23,4	-	30,9	-37%	29,0	-32,5%	-30,4	-72,4	-
Zysk brutto	23,6	-15,0	-	34,1	-31%	-	-	-23,1	-57,5	-
Zysk netto	17,1	-15,2	-	27,3	-37%	26,0	-34,3%	-21,4	-48,4	-

Źródło: ZA Puławy, PAP, szacunki DI BRE

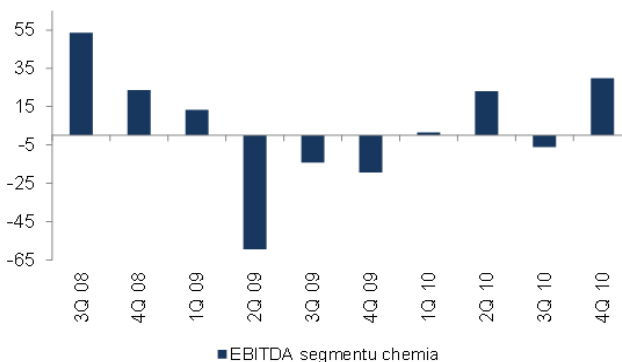
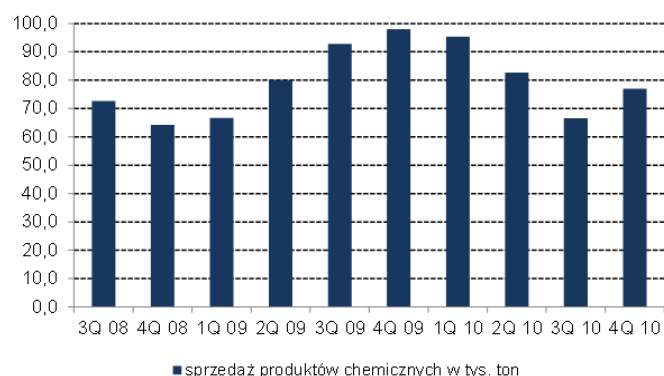
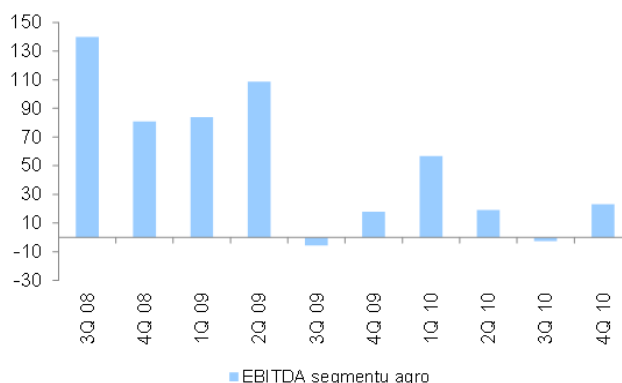
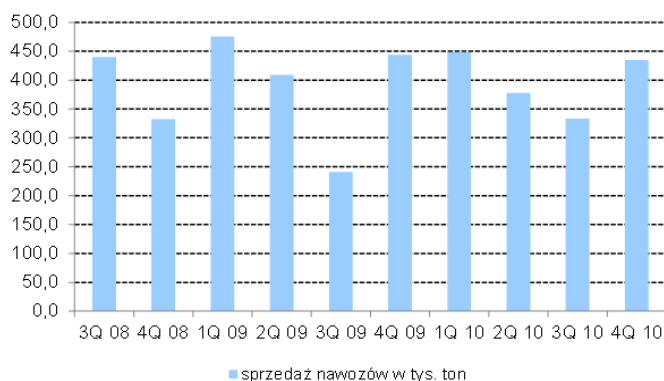
Negatywne zaskoczenie na poziomie EBIT, ale...

Wyniki ZA Puławy za drugi kwartał roku obrotowego okazały się niższe na poziomie EBIT od naszej prognozy o ponad 11 mln PLN, mimo wyraźnie wyższych przychodów. Zarząd na prezentacji dla inwestorów wskazał jednak, że rentowność w tym okresie została obciążona kwotą ponad -10,2 mln PLN związaną z ujemną wyceną praw redukcji emisji (ERU) w związku ze spadkiem ich notowań. Spółka potwierdziła ponadto, że widoczny w kwartale wzrost kosztów wynagrodzeń o 8,7 mln PLN q/q to przede wszystkim pochodna wypłaconej premii dla pracowników. Według przyjętej przez Zarząd metodologii wpływ niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych obniżył zyski o 28,4 mln PLN, a dodatkowo Spółka musiała ponieść zwiększone koszty remontowe, co było widoczne w pozycji pozostałych kosztów rodzajowych (wzrost o 10 mln PLN q/q). Te czynniki staraliśmy się jednak uwzględnić w naszej prognozie na ten okres mając na uwadze dwa długie remonty instalacji melaminy i oddawanie do użytku instalacji tlenownia-amoniak-mocznik. Ostatecznie oczyszczając wyniki za 2Q'10/11 o wspomniane one-offy oraz ujemne saldo na pozostałej działalności (-4,8 mln PLN rezerw, których nie zakładaliśmy) zysk operacyjny byłby nawet lepszy niż prognozowaliśmy. Wynika to z wyższych przychodów (+16%) głównie w segmencie nawozowym, gdzie wolumeny q/q wzrosły o 30%.

Perspektywy bardzo wysokich zysków w kolejnym kwartale

Wyniki za 2Q'10/11 po oczyszczeniu o negatywne czynniki jednorazowe oraz efekt niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych (pełne uruchomienie linii mocznika w grudniu, zakończenie remontów na instalacji melaminy) stanowią zapowiedź bardzo wysokich zysków ZAP w kolejnym kwartale. Zwracamy uwagę, że dodatkowo w tym okresie Spółka może zaksięgować przychody z jednostek ERU (zakładamy około 25 mln PLN), których nie rozpoznawała w ostatnich dwóch okresach sprawozdawczych. EBIT może w tym kontekście wyraźnie przekroczyć 100 mln PLN, tym bardziej że benchmarkowe marże na melaminie i kaprolaktamie w styczniu kształtowały się lepiej od średniej z poprzedniego kwartału. Sprzyjać będą również wyższe średnie ceny nawozów przy niższej cenie gazu w związku z obniżką taryfy PGNiG. Taki scenariusz zakładaliśmy jednak w naszych prognozach na rok obrotowy 2010/11, które na poziomie zysku operacyjnego przekraczają 161 mln PLN wobec -30,4 mln PLN straty wypracowanych przez Spółkę w pierwszej połowie tego okresu. Kluczem dla wyceny ZAP będzie sytuacja na rynku zbóż w nowym sezonie 2011/12, w którym można oczekiwać stabilizacji relacji podaży i popytu oraz lekkiego odbudowania zapasów. Taki scenariusz nie sprzyjałby rekordowym notowaniom ziarna na światowych rynkach, które w naszej opinii są głównym czynnikiem uzasadniającym obecne ceny nawozów. W naszych prognozach zakładamy więc osłabienie marż w drugiej połowie 2011 roku.

Dom Inwestycyjny BRE Banku 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 na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZA Puławy wg segmentów


Źródło: ZA Puławy

Plany inwestycyjne

Zarząd podtrzymał tegoroczną prognozę wydatków inwestycyjnych na poziomie 331 mln PLN, z czego w pierwszym półroczu zafakturowano już 180 mln PLN (wyływ gotówki był jednak mniejszy i wyniósł 119 mln PLN). Główne pozycje, które obok ciągu tlenownia-amoniak-mocznik wpływają na taki poziom nakładów to budowa instalacji odsiarczania spalin oraz modernizacja pakowni saletry amonowej. W dłuższej perspektywie nakłady inwestycyjne ZAP będą jeszcze obejmowały nowy kompleks nawozowy (166 mln PLN w perspektywie 2012 roku) oraz stokaz amoniaku (108,5 mln PLN). Właśnie mając to na uwadze Zarząd rozpoczął przy okazji transakcji przejęcia Fosforów Gdańskich proces zabezpieczania długoterminowego finansowania bankowego. Obecnie prowadzi negocjacje z kilkoma bankami, które w ramach konsorcjum mają udzielić kredytu inwestycyjnego (udostępnić linie kredytowe) o wartości do 500 mln PLN. Jeśli chodzi o wspomnianą akwizycję to ZA Puławy oczekują, że realnym terminem objęcia kontroli nad spółkami należącymi jeszcze do Ciechu jest 1 kwietnia. WZA, które ma zatwierdzić to przejęcie zaplanowano na 7 marca, a drugim warunkiem jej finalizacji będzie zgoda UOKiK. W ciągu najbliższych tygodni ZAP mają również poinformować o wyniku poszukiwań „zastępcy” Vattenfalla w projekcie energetycznym. Zarząd nadal podtrzymuje także zainteresowanie przejęciem Anwilu od Orlenu, ale oczekuje w tej chwili na oficjalne decyzje paliwowego koncernu w tej sprawie (możliwe wydzielenie aktywów nawozowych w spółce z Włocławka).



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

Departament Analiz:

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@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
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu 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, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Słńks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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.