



26 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Przemysł chemiczny**

Polska

ZA Puławy Akumuluj

PULW.WA; ZAP PW

(Podwyższona)

Cena bieżąca	71,5 PLN
Cena docelowa	80,2 PLN
Kapitalizacja	1366,7 mln PLN
Free float	398,9 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,03 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	50,73%
Kompania Węglowa	9,90%
ING NN OFE	5,02%
Zbigniew Jakubas	5,16%

Pozostali

29,19%

Prezentacja sektora

W ostatnich miesiącach sytuacja na rynkach nawozowych stabilizuje się, a po załamaniu w końcu zeszłego roku odbudowują się wolumeny sprzedaży. Na razie nie widzimy jednak szans na szybki wzrost cen z obecnych poziomów. Lepiej wygląda rynek kaprolaktamu, gdzie pozytywnym katalizatorem jest wysoki poziom w Chin. Na przełomie roku można spodziewać się także poprawy wolumenów sprzedaży melaminy przy niewielkim wzroście cen.

Profil spółki

ZA Puławy są liderem w produkcji nawozów azotowych w Polsce i znaczącym ich eksporterem. Spółka prowadzi także produkcję melaminy (7% udziału w światowych mocach produkcyjnych) oraz kaprolaktamu (43% krajowej produkcji).

Najgorszy kwartał roku już za nami

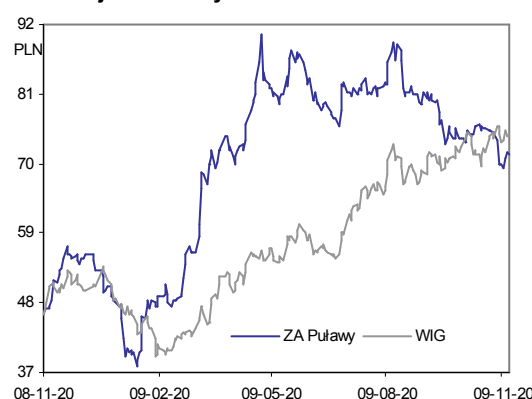
1Q'2009/10 był w naszej opinii najgorszym okresem tego roku obrotowego przede wszystkim z uwagi na sezonowość oraz kilka czynników jednorazowych. Kolejny raport ZAP powinien przynieść już widoczną poprawę rentowności, którą dodatkowo wesprą oczekiwane przychody ze sprzedaży jednostek ERU. W najbliższych miesiącach nie można co prawda liczyć na szybką zmianę niekorzystnej sytuacji na rynku nawozowym, ale nawet dla naszych prognoz uwzględniających konserwatywny scenariusz, ZA Puławy są wyceniane na bazie wskaźnika EV/EBITDA z 10-15% dyskontem do spółek z branży (już po oczyszczeniu o przychody z ERU, które szacujemy na 8,9 PLN/akcję). Dodatkowo atrakcyjność Spółki zwiększa perspektywa potencjalnie wysokiej dywidendy. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę, podnosimy naszą rekomendację do akumuluj i wyceniamy akcje ZAP na 80,2 PLN.

Słaby 1Q'09/10, stopniowa poprawa w kolejnych okresach

Wyniki ZAP w 1Q'09/10 okazały się gorsze zarówno od naszych oczekiwań, jak i rynkowego konsensusu. Strata operacyjna na poziomie -47 mln PLN to przede wszystkim efekt utraty konkurencyjności na eksportowym rynku nawozowym (spadek przychodów RSM i saletry, relatywnie wyższe ceny gazu, umocnienie złotego), przestoju remontowego na instalacji kaprolaktamu oraz jednorazowego wzrostu kosztów wynagrodzeń w związku z realizacją ugody ze związkami zawodowymi (6,5 mln PLN). W naszej opinii kolejne kwartały tego roku obrotowego powinny już jednak przynieść poprawę wyniku operacyjnego ZAP q/q, ze względu na sezonowy wzrost udziału bardziej rentownej krajowej sprzedaży nawozów, pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych na instalacjach melaminy i kaprolaktamu oraz oczekiwany wzrost marż właśnie w segmencie chemikaliów. Nie należy co prawda oczekiwać przekroczenia break even na podstawowej działalności już w 2Q, ale samo zmniejszenie straty z poziomu 1Q'09/10 może stanowić dla rynku pozytywne zaskoczenie. Dodatkowo Spółka prawdopodobnie zaksięguje już pierwsze przychody ze sprzedaży jednostek ERU, które w całym roku powinny przekroczyć 50 mln PLN, co będzie stanowić istotne wsparcie dla wyników i przepływów pieniężnych w tym bardzo niesprzyjającym otoczeniu.

Wysoka dywidenda nadal możliwa

Na zwołanym na 16 grudnia WZA rozpatrywana będzie propozycja Zarządu dotycząca wypłaty dywidendy za rok 2008/09 w kwocie 48,7 mln PLN, czyli 2,55 na akcję. W naszej opinii sytuacja bilansowa Spółki (środki pieniężne netto na koniec września, łącznie z lokatami bankowymi i bonami skarbowymi wynosiły ponad 471 mln PLN, czyli 24,6 PLN na akcję) oraz perspektywa jej prywatyzacji w przyszłym roku pozwalają jednak na znacznie wyższą wypłatę, co najmniej całego zeszłorocznego zysku (ponad 10 PLN na akcję, czyli yield na poziomie 14%). Wstępnie dzień dywidendy został ustalony na 2 lutego 2010, a wypłata planowana jest na 17 lutego. Dodatkową wskazówką dla inwestorów w tym względzie może być umieszczenie na wniosek MSP w porządku obrad WZA punktu o uchwale w sprawie użycia kapitału zapasowego Spółki, co może sugerować chęć wypłaty dywidendy wyższej niż zysk z ubiegłego roku.

Kurs akcji ZA Puławy na tle WIG**Kamil Kliszc**

(48 22) 697 47 06

kamil.kliscz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2008/09	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P
Przychody	2 503,5	2 396,8	2 028,4	2 391,1	2 848,6
EBITDA	432,8	407,2	139,0	200,9	407,4
marża EBITDA	17,3%	17,0%	6,9%	8,4%	14,3%
EBIT	358,7	338,3	67,9	101,2	282,4
Zysk netto	330,8	194,6	67,8	82,5	226,9
DPS	1,70	4,30	10,18	0,89	1,08
P/E	4,1	7,0	20,2	16,6	6,0
P/CE	3,4	5,2	9,8	7,5	3,9
P/BV	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	2,0	1,9	8,7	6,9	3,1
DYield	2,4%	6,0%	14,2%	1,2%	1,5%

Wyniki za 1Q 2009/10 poniżej oczekiwań

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.

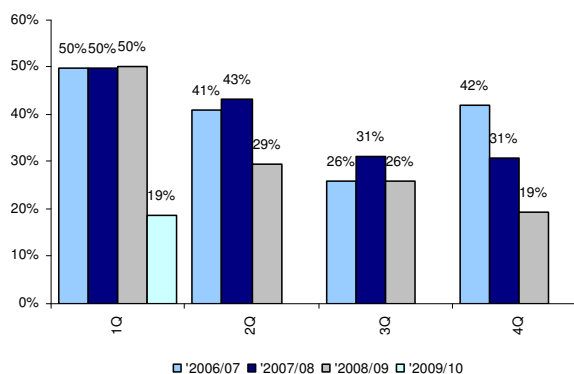
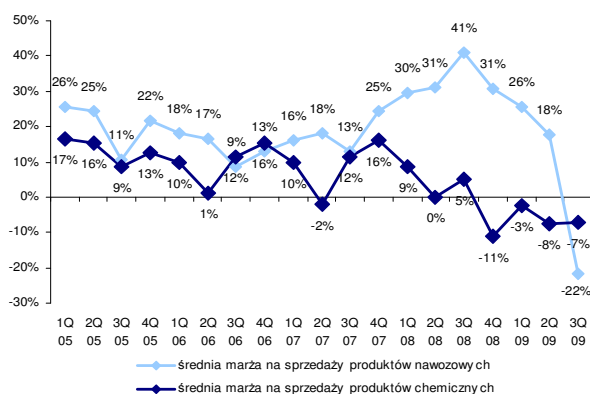
Skonsolidowane wyniki finansowe ZA Puławy i prognoza DI BRE

(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	-117%	-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	-121%	-24,8	-	-	-
Zysk netto	-31,0	150,1	-121%	-19,8	-	6,2	-

Źródło: ZA Puławy, PAP, DI BRE

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. Uwzględniając posiadane bony skarbowe na kwotę 59,5 mln PLN, lokaty na kwotę 270,4 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 457,7 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.

Realizowana przez ZAP średnia marża na sprzedaży wg. kategorii produktów i udział eksportu w sprzedaży nawozów



Źródło: ZA Puławy, opracowanie DI BRE

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 (zakupy zewnętrzne energii i gazu wcześniej były realizowane częściowo przez poszczególne zakłady, a teraz koordynuje to segment energetyczny, łącznie z opłatami przesyłowymi).

Skonsolidowane wyniki finansowe ZA Puławy w ujęciu segmentowym

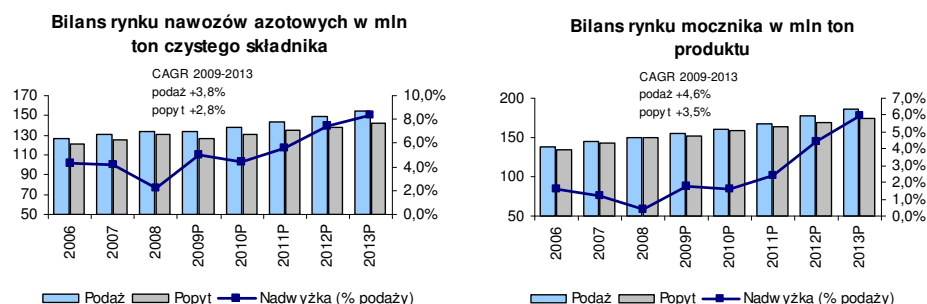
(mln PLN)	Segmen Agro		Segment Chemia		Segment Energetyka		Pozostałe		Wyłączenia	
	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09	IQ09/10	IQ08/09
Przychody	287,2	596,6	243,4	365,8	337,3	142,0	46,3	50,8	-530,9	-480,4
Przychody zewnętrzne	178,7	442,4	190,4	208,7	4,0	4,0	10,3	19,6	0,0	0,0
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

Rynek nawozowy- stabilizacja po załamaniu

Według IFA, popyt na nawozy azotowe w 2009 roku powinien ukształtować się na poziomie 127 mln ton czystego składnika, co będzie oznaczać spadek r/r o 3,4%. W wyniku obniżenia konsumpcji, po okresie rosnącego napięcia między popytem a podażą (lata 2000-07), nastąpił istotny wzrost światowej nadwyżki produkcyjnej (6,6 mln ton vs. 3 mln ton w zeszłym roku), co zmusiło wytwórców do obniżenia wykorzystania mocy z rekordowych poziomów (95-97%) do średnio 85-90%. Zbiegło się to z globalnym kryzysem gospodarczym i skokowym spadkiem kosztów frachtu, które wcześniej budowały dodatkową premię dla producentów zlokalizowanych blisko najważniejszych rynków zbytu. Trudną sytuację w branży pogłębiły dodatkowo oddawane do użytku nowe fabryki nawozów (około 10 mln ton czyli 7% globalnego popytu). Analizy branżowe wskazują, że obecnie obserwujemy już stabilizację na rynku (spadek zapasów u producentów, rosnące zakupy rolników), aczkolwiek trudno formułować prognozy szybkiego powrotu boomu z lat 2007-08. Harmonogramy prowadzonych projektów inwestycyjnych wskazują, że do roku 2013 podaż nawozów azotowych zwiększy się aż o 16%, podczas gdy popyt w tym czasie ma wzrosnąć tylko o 12%. Będzie to wpływało na wzrost nadwyżki w globalnym bilansie i utrzymanie wskaźników utylizacji instalacji na obecnych poziomach.

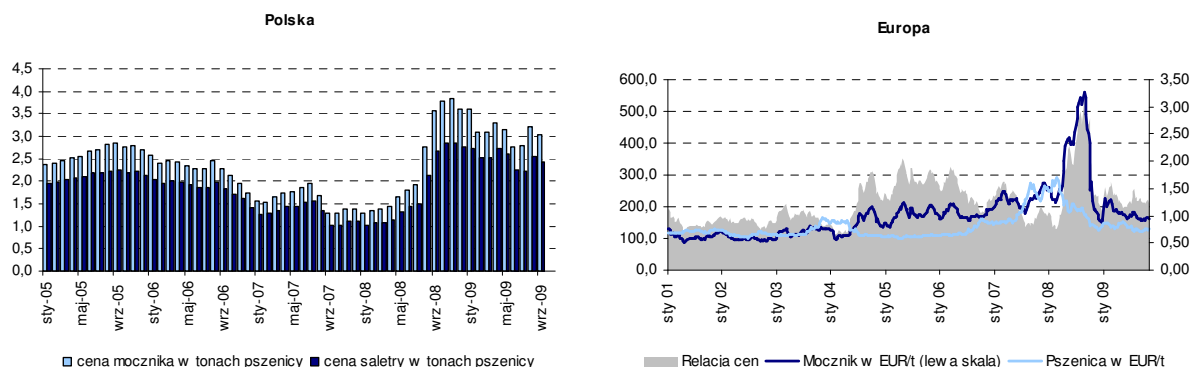
Bilans światowego rynku nawozów azotowych i mocznika



Źródło: IFA, opracowanie DI BRE

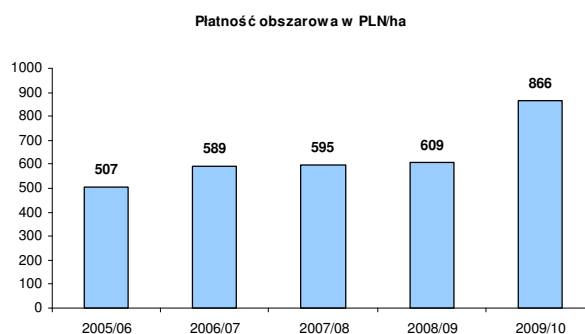
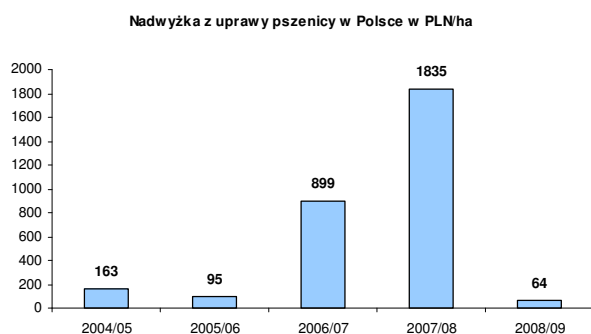
Ważnym elementem obserwowanego w ostatnich miesiącach odbicia rynku nawozowego jest poprawa relatywnej siły zakupowej rolników, która drastycznie spadła w końcówce zeszłego roku z uwagi na załamanie cen zbóż i utrzymujące się jeszcze wysokie ceny środków do produkcji rolnej. Aktualne relacje cenowe saletry amonowej czy mocznika w odniesieniu do pszenicy znajdują się w Europie na poziomie średniej z ostatnich 10 lat, która jest korzystniejsza dla rolników niż na przykład średnia dla okresu 2005-09. W przypadku polskiego rynku te dostosowania dopiero następują i tak naprawdę dopiero ostatnie obniżki wymuszone na krajowych producentach przez konkurencyjny import doprowadziły do spadku kosztów nawożenia do poziomu z 2005 roku. Oprócz spadków cen nawozów, buforem poprawiającym sytuację finansową polskich rolników (w kontekście zniżujących notowań zbóż i znacznego zmniejszeniu zysku generowanego z 1 ha uprawy) będzie w najbliższych kwartałach kolejna kampania dopłat bezpośrednich, która w tym roku w związku z wyższym kursem EUR/PLN, zasili budżet producentów zbóż kwotą o prawie 2,8 mld PLN wyższą niż w roku poprzednim.

Relacje cenowe nawozów oraz pszenicy na rynku polskim (detal) i europejskim



Źródło: Bloomberg, IERiGŻ, szacunki DI BRE

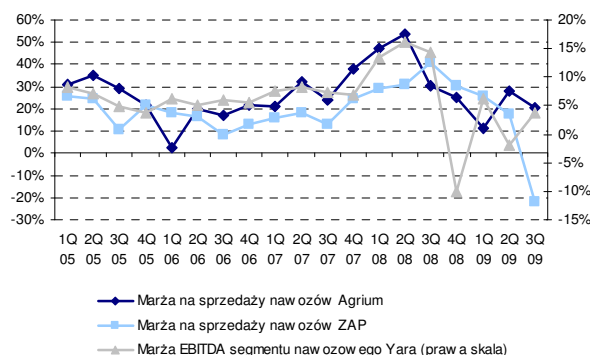
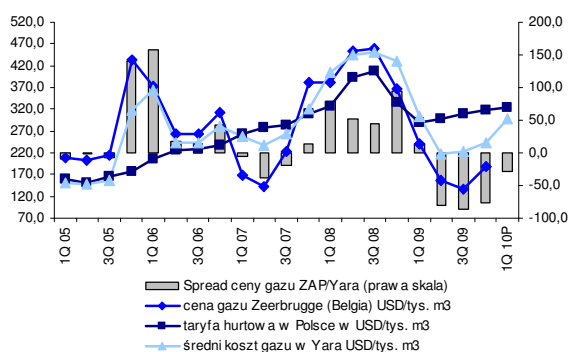
Nadwyżka z uprawy pszenicy w Polsce (bez dopłat UE) oraz kwota płatności obszarowych na 1ha



Źródło: ARIMR, szacunki DI BRE

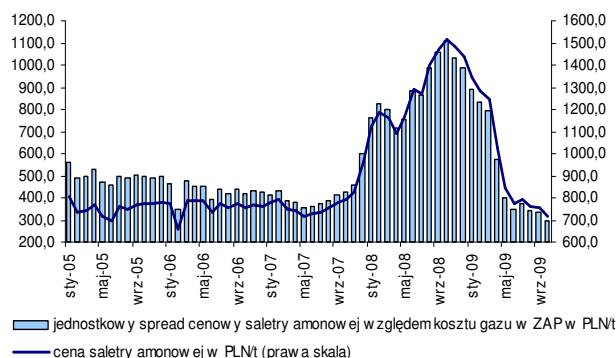
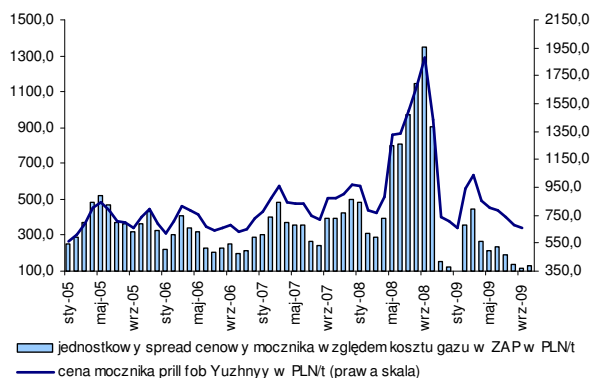
Dużym problemem dla ZA Puławy są taryfowane ceny gazu w Polsce, często niesynchronizowane z tendencjami na efektywnych rynkach. System ten do końca 2008 roku pozwalał co prawda Spółce na realizowanie dodatkowej premii w marży w relacji do zachodnioeuropejskich konkurentów, ale sytuacja ta odwróciła się w 2Q tego roku. Znaczne spadki notowań gazu na europejskich giełdach spowodowały skokowe zmniejszenie kosztów produkcji dla takich koncernów jak Yara, co umożliwiło dalszą weryfikację cenników produktowych. Tymczasem cena surowca dla ZAP została w czerwcu obniżona tylko o 7%, co w kontekście umacniającego się złotego i rosnącej presji importowej doprowadziło do spadku rentowności (spadek marży na sprzedaży na nawozach do -22% w 1Q'09/10 z 26% w 3Q'08/09 i 18% w 4Q'08/09). W kolejnych kwartałach można się jednak spodziewać poprawy tych relacji, w związku ze wzrostem cen gazu w kontraktach „oil-linked”. Według naszych szacunków począwszy od 2Q'09 koszty surowca w ZAP zrównają się z kosztami zachodnich producentów. Niewiele to jednak zmieni w wynikach roku 2009/10, gdyż będzie to miało miejsce już po kluczowej wiosennej kampanii nawozowej.

Średnie ceny gazu ZAP, Yara i Zeerbrugge w USD/tys. m³ oraz rentowność segmentu nawozowego ZAP na tle konkurencji (Agrium i Yara)



Źródło: Bloomberg, Yara, PGNiG, szacunki DI BRE

Spread cenowy mocznika oraz saletry po kosztach gazu ziemnego w ZAP

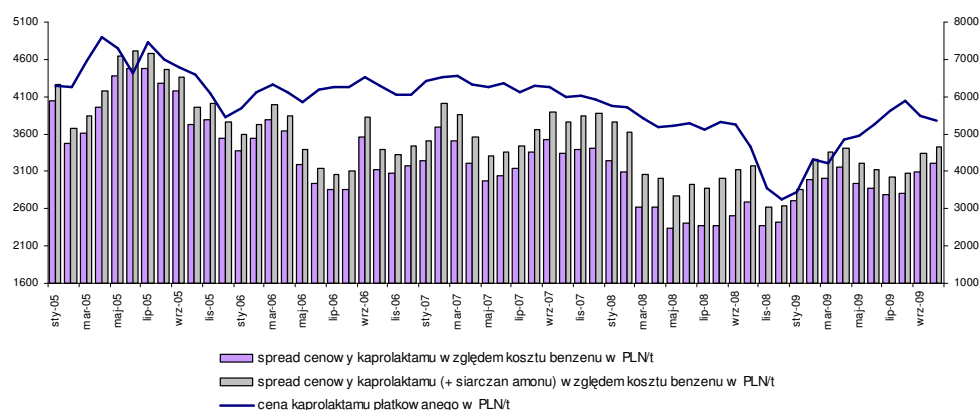


Źródło: Fertecon, ZAP, szacunki DI BRE

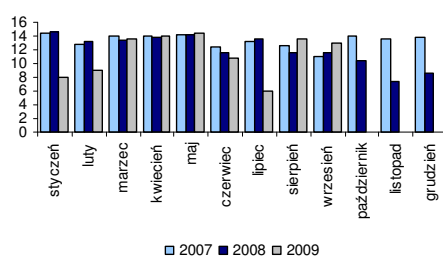
Kaprolaktam- wyraźny wzrost popytu w Azji, poprawa marży ZAP

Po dramatycznym załamaniu w końcówce 2008 roku (wskaźnik wykorzystania mocy wytwórczych sektora spadł do 50%), rynek kaprolaktamu w pierwszym półroczu tego roku zanotował wyraźne odbicie, głównie za sprawą silnego odbudowania zamówień w Azji i odrodzenia produkcji samochodów. Wcześniejsze trwałe wyłączenie kilku dużych instalacji (w tym MCC w Japonii na 230 tys. ton i Braskem w Brazylii na 62 tys. ton) zmniejszające globalną podaż, pozwala ponadto na utrzymanie satysfakcjonujących marż przerobowych nawet w otoczeniu droższego benzenu. ZA Puławy w pełni korzystają na tym ożywieniu, dzięki możliwości pełnego płatkowania kaprolaktamu i lokowania go na najkorzystniejszych rynkach. Pozwoliło to w drugim kwartale na 100% wykorzystanie mocy, podczas gdy średnia dla europejskich konkurentów wynosiła 75%. Spodziewamy się, że w najbliższych okresach ta tendencja na wolumenach utrzyma się (Chiny wprowadziły cła antydumpingowe na PA-6, co wzmocni popyt na tym rynku gdzie ZAP mają ugruntowaną pozycję), ale możliwy dalszy wzrost spreadu cenowego w relacji do wsadu petrochemicznego będzie neutralizowany przez umocnienie złotego i raczej stabilne notowania siarczanu amonu, który jako produkt uboczny stanowi element realizowanej przez Spółkę marży. Pozytywnie natomiast na rentowność na tym produkcie będzie wpływać oczekiwany spadek kosztów energii elektrycznej (w 2H'09 koszty prądu powinny być niższe w relacji do pierwszego półrocza o około 8-10 mln PLN). W 2Q'09/10 dodatkowo źródłem poprawy wyników q/q powinien być brak kosztów 22-dniowego przestoju remontowego, który miał miejsce w lipcu.

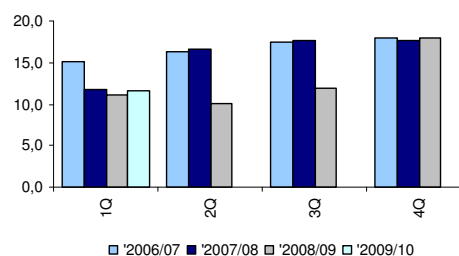
Spread cenowy na kaprolaktamie w PLN/t i produkcja sprzedana w ZAP w tys. ton na tle całkowitej produkcji krajowej



Produkcja kaprolaktamu Polska



Produkcja kaprolaktamu w ZAP



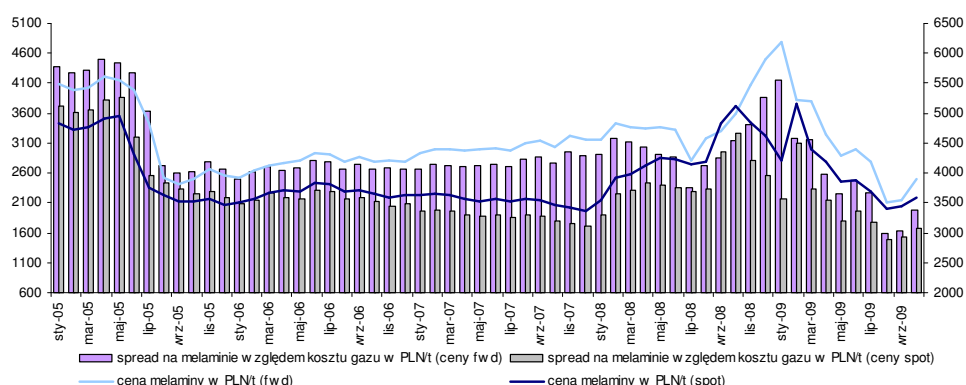
Źródło: Bloomberg, ICIS, GUS, szacunki DI BRE

Melamina- szansa na wzrost wolumenów i poprawę marż

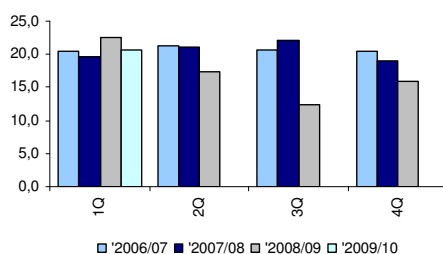
Ostatnich kilka kwartałów upłynęło na rynku melaminy pod znakiem drastycznego spadku popytu z uwagi na problemy branży przetwórstwa drewna. Taka sytuacja wymusiła ograniczenie produkcji (europejscy wytwórcy pracują obecnie na poziomie 75-80% swoich możliwości) i skłoniła do obniżek cen, które wg. ICIS spadły od początku roku o ponad 40%. Redukcja cenników aż w takiej skali bez katastrofy dla rentowności w dużej mierze była możliwa dzięki spadkom cen surowców (gaz lub mocznik w zależności od integracji pionowej zakładu). Niestety w przypadku ZA Puławy, które funkcjonują w oparciu o taryfowe ceny surowca, obniżenie przychodów z melaminy nie było skorelowane z proporcjonalnym spadkiem kosztów gazu (zawężenie spreadu ilustruje poniższy wykres). W efekcie wynik osiągany na sprzedaży melaminy w 1H'09 był ujemny, na co wskazują również podawane

przez Spółkę informacje o marży w segmencie chemicznym. Trzeci kwartał był pod tym względem jeszcze trudniejszy ze względu na dalsze obniżki cen i umocnienie złotego. Poprawa powinna być jednak widoczna już w 4Q'09 i na początku 2010 roku kiedy to europejscy producenci zaczęli przekładać na odbiorców wzrost cen gazu, co w kontekście braku zmian taryfy w Polsce do kwietnia znajdzie odzwierciedlenie w zwiększeniu marży ZAP (ponadto Spółka wg. zapowiedzi Zarządu już w 4Q'09 zwiększyła wykorzystanie mocy do 100%). Sprzyjać będzie także oczekiwany wzrost popytu, który zapowiadają pozytywne sygnały z branży producentów płyt wiórowych (już w 2Q zanotowano w Europie odbicie konsumpcji o 12% q/q, choć w dużej mierze był to efekt zejścia z zapasów przez klientów). Powrót do poziomów z przełomu 2007 i 2008 roku, według analiz DSM Melamine, będzie możliwy jednak dopiero w 2011 roku. Wcześniej rynek będzie bowiem jeszcze infekowany przez planowane na przełom 2009/10 uruchomienie nowych mocy w Katarze (60 tys. ton), w Chinach (50-100 tys. ton) i Trynidadzie (60 tys. ton), choć efekt wzrostu podaży może być częściowo neutralizowany przez zamknięcia mniejszych niezintegrowanych pionowo (opartych na zewnętrznych dostawach mocznika) zakładów o niższej konkurencyjności.

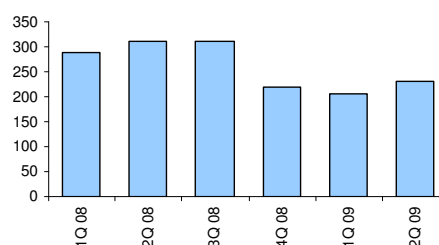
Spread cenowy na melaminie i szacunkowy wolumen produkcji sprzedanej melaminy w ZAP w tys. ton



Produkcja melaminy w ZAP



Światowy popyt na melaminę w tys. ton



Źródło: Bloomberg, ICIS, DSM, ZAP, szacunki DI BRE

Wydatki inwestycyjne i dotacje

Zarząd ZAP zapowiedział w rozpoczętym właśnie roku obrotowym 2009/10 intensyfikację procesów inwestycyjnych i realizację wydatków na poziomie przekraczającym 400 mln PLN. Będzie to znaczący wzrost nakładów w tej kategorii w relacji do ostatnich dwóch lat, kiedy to wynosiły one odpowiednio 107 mln PLN w 2007/08 i 147 mln PLN w 2008/09. Kluczowe projekty, które Spółka uruchamia to modernizacja ciągu produkcyjnego tlenownia-amoniak-mocznik (zwiększenie mocy wytwórczych mocznika o 270 tys. ton od 2011 roku - rozruch planowany na wrzesień 2010) oraz montaż instalacji odsiarczania spalin w zakładowej elektrociepłowni (dostosowanie emisji do wymogów unijnych w 2012 roku). Ważnym aspektem w kontekście planów capex jest także spodziewane dofinansowanie niektórych inwestycji ze środków unijnych w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, które może sięgnąć 40 mln PLN. Ma to znaczenie przede wszystkim z perspektywy przepływów pieniężnych (dotacje będą przelewane jako płatność końcowa po zakończeniu poszczególnych projektów i według takiego harmonogramu uwzględniamy je w modelu). Z punktu widzenia rachunku wyników dotacje będą księgowane w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych sukcesywnie do okresu amortyzacji inwestycji, których dotyczą (przykładowo w roku 2011/12 uwzględniamy z tego tytułu około 1 mln PLN). W przypadku rozbudowy mocy produkcyjnych mocznika i związanej z tym również wyższej produkcji ADBLue (100 tys. ton wobec obecnych

30 tys. ton), Spółka będzie mogła korzystać z efektu tarczy podatkowej, gdyż przedsięwzięcie jest realizowane na terenie specjalnej strefy ekonomicznej. Zwolnienie z podatku dochodowego obejmuje 50% nakładów kwalifikowanych i może być wykorzystane do 2017 roku (dotyczy tylko dochodów osiągniętych w strefie), co uwzględniamy w naszym modelu (zakładamy jednak, że uda się odzyskać tylko około 25% zainwestowanej kwoty, czyli 50 mln PLN, co implikowałoby wypracowanie zagregowanego zysku brutto z nowych instalacji na poziomie 260 mln PLN w latach 2013-17). Ze względu na wstępne etapy realizacji, w naszym modelu konsekwentnie nie bierzemy pod uwagę rozważanych przez ZAP kosztownych projektów obejmujących instalację zgazowania węgla i budowę elektrowni o mocy 1600 MW.

Przychody z jednostek emisji podtlenku azotu

W ramach projektu Wspólnych Wdrożeń (mechanizm z Protokołu z Kioto) prowadzone wspólnie z BASF, ZA Puławy zainstalowały na swoich instalacjach kwasu azotowego system monitoringu emisji podtlenku azotu oraz katalizator redukcji tego gazu cieplarnianego. W efekcie zakłady obniżyły emisję N_2O o około 85%, co w kontekście obowiązującego bazowego poziomu emisji pozwoli na generowanie wolnych jednostek zredukowanej emisji ERU i sprzedaż ich na rynku (po rozliczeniu z BASF, który za wykonanie instalacji będzie otrzymywał część tych certyfikatów). Według zapowiedzi Zarządu w skali roku obrotowego 2009/10 Spółka powinna sprzedać około 1,3 mln jednostek ERU, co przy obecnych cenach rynkowych będzie implikować przychody rzędu 53 mln PLN. Kolejnych kwot w tej skali można się spodziewać przynajmniej do końca 2012 roku (wtedy wygasa obowiązywanie Protokołu z Kioto, ale możliwa jest kontynuacja tych rozwiązań). W tym celu podpisane zostały już stosowne umowy ERUPA (ERU Purchase Agreement), które będą opierać się na notowaniach rynkowych (ZAP mają jednak zagwarantowaną cenę minimalną). W naszym modelu uwzględniamy przepływy z tytułu sprzedaży jednostek ERU w latach 2009-12 na poziomie ponad 200 mln PLN.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji ZA Puławy wyznaczamy na 80,2 PLN. Na tej podstawie wydajemy rekomendację akumuluj.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	81,8
Wycena DCF	50%	66,3
	cena wynikowa	74,0
	cena docelowa za 9 m-cy	80,2

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Model zakłada następujący scenariusz kształtowania się kursów walut, cen surowców i produktów ZAP w okresie prognozy:

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
EUR/USD	1,40	1,33	1,32	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
EUR/PLN	4,10	3,83	3,58	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
USD/PLN	2,93	2,88	2,71	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
w EUR/t										
Melamina	944	1014	1225	1225	1225	1225	1225	1225	1225	1225
Kaprolaktam	1388	1519	1667	1693	1693	1693	1693	1693	1693	1693
Mocznik	174	221	277	283	283	283	283	283	283	283
Saletra amonowa	193	246	311	315	315	315	315	315	315	315
RSM	113	143	181	190	190	190	190	190	190	190
Siarczan amonu	64	81	102	104	104	104	104	104	104	104
Benzen w EUR/t	678	769	917	943	943	943	943	943	943	943
Gaz z przesyłem w PLN/tys. m3	993	1 004	1018	1 008	996	1 000	1 004	1 008	1 009	1 009

2. W naszych prognozach uwzględniamy przychody z tytułu sprzedaży jednostek redukcji emisji podtlenku azotu, które a latach 2009-12 powinny wynieść ponad 200 mln PLN.
3. W kalkulacji wartości firmy uwzględniamy zobowiązanie z tytułu transakcji zabezpieczających, które na koniec roku obrotowego 2008/09 wynosiło -33,1 mln PLN.
4. W modelu uwzględniamy dodatnie przepływy z tytułu otrzymanych dotacji unijnych w kwocie 40 mln PLN na realizację projektów inwestycyjnych.
5. W latach 2012-18 zakładamy realizację opisanej wcześniej tarczy podatkowej w związku z prowadzoną inwestycją w specjalnej strefie ekonomicznej (50 mln PLN).
6. W roku 2018/19 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 118,8 mln PLN.
7. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2018/19.
8. Po roku 2017 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2% (6,2% w latach prognozy), współczynnik beta na poziomie 1,0.
9. Przepływy dyskontujemy na koniec listopada 2009 roku i uwzględniamy dług netto z końca roku obrotowego 2008/09.

Model DCF wyceny akcji ZA Puławy

(mln PLN)	2009/10P	10/11P	11/12P	12/13P	13/14P	14/15P	15/16P	16/17P	17/18P	18/19P	2019+
Przychody ze sprzedaży	2 028	2 391	2 849	2 856	2 953	2 859	2 895	2 909	2 922	2 937	2 952
zmiana	-15,4%	17,9%	19,1%	0,3%	3,4%	-3,2%	1,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA	139,0	200,9	407,4	361,8	354,3	326,8	305,1	285,2	267,8	256,3	257,6
marża EBITDA	6,9%	8,4%	14,3%	12,7%	12,0%	11,4%	10,5%	9,8%	9,2%	8,7%	8,7%
Amortyzacja	71,2	99,7	125,0	128,3	124,1	121,9	124,8	129,2	135,7	141,1	118,8
EBIT	67,9	101,2	282,4	233,5	230,2	204,9	180,3	156,0	132,1	115,2	138,8
marża EBIT	3,3%	4,2%	9,9%	8,2%	7,8%	7,2%	6,2%	5,4%	4,5%	3,9%	4,7%
Opodatkowanie EBIT	12,9	19,2	53,7	39,4	33,7	28,9	24,3	19,6	20,1	21,9	26,4
NOPLAT	55,0	82,0	228,8	194,1	196,5	176,0	156,0	136,3	112,0	93,3	112,4
CAPEX	-405,0	-284,5	-155,1	-107,7	-110,4	-113,1	-116,0	-118,9	-118,9	-118,9	-118,9
Kapitał obrotowy	57,6	-73,2	-87,9	-2,3	-18,9	18,8	-8,3	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dotacje UE	3,0	17,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-218,3	-159,0	130,8	212,5	191,3	203,6	156,6	143,2	125,3	112,0	108,8
WACC	11,2%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
współczynnik dyskonta	94,0%	84,6%	76,1%	68,4%	61,5%	55,3%	49,7%	44,7%	40,2%	36,2%	36,2%
PV FCF	-205,1	-134,4	99,5	145,3	117,6	112,6	77,9	64,1	50,4	40,5	
WACC	11,2%	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	971,4	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	351,4	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	368,3	WACC +1,0pp	70,2	71,8	73,8	76,2	79,1				
Wartość firmy (EV)	719,6	WACC +0,5pp	71,0	72,8	74,9	77,6	80,9				
Dług netto	-581,5	WACC	71,8	73,8	76,2	79,1	82,9				
Zobowiązania z tytułu opcji na koniec roku 2008/09	-33,2	WACC -0,5pp	72,8	74,9	77,6	80,9	85,2				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -01,0pp	73,8	76,2	79,1	82,9	87,9				
Wartość firmy	1 268,0										
Liczba akcji (mln)	19,1										
Wartość firmy na akcję (PLN)	66,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Cena docelowa	71,8										
EV/EBITDA('09/10) dla ceny docelowej	5,9										
P/E('09/10) dla ceny docelowej	20,3										
Udział TV w EV	49%										

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2009-2011. Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki chemiczne z Europy Zachodniej oraz dwóch największych producentów rosyjskich. Celowo wzięliśmy pod uwagę firmy działające w skrajnie różnych otoczeniach rynkowych, aby uśrednić niejako wycenę ZA Puławy. W grupie znalazły się podmioty posiadające różne przewagi konkurencyjne. Firmy zachodnie (DSM, Yara, Agrium), to przede wszystkim międzynarodowa skala działalności, zorganizowana sieć logistyczna i bliskość rynków zbytu. Z drugiej strony Silvinit i Acron mający nadal spore zaległości technologiczne i efektywnościowe, budujące swoją przewagę na dostępie do tańszych surowców oraz rumuński producent nawozów i melaminy Azomures. Zakładane przez nas przychody ZAP z tytułu jednostek ERU wyłączyliśmy z analizy wskaźnikowej i uwzględniamy je w wycenie oddzielnie (wartość zdyskontowanych przepływów z tego tytułu szacujemy na 8,9 PLN na akcję).

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
Acron	31,71	2,8	12,2	7,8	7,2	2,6	8,2	6,0	5,1
Agrium	54,87	6,6	22,8	11,1	8,9	4,4	11,5	6,9	5,8
Azomures	0,30	3,3	5,7	8,0	10,2	-	3,4	4,1	4,6
DSM	33,41	12,8	27,1	22,7	17,9	6,9	11,0	9,2	8,2
K+S	42,59	7,4	61,2	19,2	12,5	4,8	17,2	9,3	7,0
Police	5,25	13,7	-1,6	44,4	10,2	3,0	-3,7	6,2	4,9
Silvinit	758,96	5,3	12,8	7,9	6,4	4,6	10,1	7,2	5,5
Yara	236,00	6,6	26,1	14,2	11,8	4,9	17,7	10,4	8,9
Maksimum		13,7	61,2	44,4	17,9	6,9	17,7	10,4	8,9
Minimum		2,8	-1,6	7,8	6,4	2,6	-3,7	4,1	4,6
Mediana		6,6	17,8	12,7	10,2	4,6	10,5	7,0	5,7
ZA Puławy*	71,50	7,0	54,0	34,1	7,4	2,0	9,5	5,9	2,4
(premia / dyskonto)		6,0%	203,0%	169,6%	-27,5%	-56,5%	-10,3%	-16,6%	-58,5%
Implikowana wycena									
Mediana		6,6	17,8	12,7	10,2	4,6	10,5	7,0	5,7
Waga wskaźnika				50,0%			50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		72,8							
Przychody z jednostek ERU na akcję		8,9							
Wartość firmy na akcję (PLN)		81,8							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

*wskaźniki dla ZAP liczone dla zysku netto i EBITDA skorygowanych o szacowane przychody z jednostek ERU

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przychody ze sprzedaży	2 205,3	2 503,5	2 396,8	2 028,4	2 391,1	2 848,6	2 856,3
<i>zmiana</i>	8,6%	13,5%	-4,3%	-15,4%	17,9%	19,1%	0,3%
Koszt własny sprzedaży	1 821,7	1 867,7	1 778,9	1 762,7	2 066,9	2 324,5	2 351,4
Zysk brutto na sprzedaży	383,6	635,8	617,9	265,7	324,2	524,1	504,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	17,4%	25,4%	25,8%	13,1%	13,6%	18,4%	17,7%
Koszty sprzedaży	153,9	168,0	150,1	163,6	179,1	191,6	194,2
Koszty ogólnego zarządu	70,7	82,8	97,0	80,6	88,2	94,4	95,7
Pozostała działalność operacyjna netto	-7,6	-26,3	-32,5	46,4	44,3	44,3	18,5
EBIT	151,4	358,7	338,3	67,9	101,2	282,4	233,5
<i>zmiana</i>	-3,5%	136,9%	-5,7%	-79,9%	49,1%	179,0%	-17,3%
<i>marża EBIT</i>	6,9%	14,3%	14,1%	3,3%	4,2%	9,9%	8,2%
Wynik na działalności finansowej	7,0	42,6	-97,2	15,8	0,7	-2,2	3,9
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	158,5	401,4	241,2	83,7	101,9	280,2	237,4
Podatek dochodowy	28,5	70,6	46,6	15,9	19,4	53,2	40,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	130,0	330,8	194,6	67,8	82,5	226,9	197,3
<i>zmiana</i>	3,0%	154,5%	-41,2%	-65,2%	21,8%	174,9%	-13,1%
<i>marża</i>	5,9%	13,2%	8,1%	3,3%	3,5%	8,0%	6,9%
Amortyzacja	99,9	74,0	68,9	71,2	99,7	125,0	128,3
EBITDA	251,4	432,8	407,2	139,0	200,9	407,4	361,8
<i>zmiana</i>	-8,4%	72,2%	-5,9%	-65,9%	44,5%	102,8%	-11,2%
<i>marża EBITDA</i>	11,4%	17,3%	17,0%	6,9%	8,4%	14,3%	12,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
EPS	6,8	17,3	10,2	3,5	4,3	11,9	10,3
CEPS	12,0	21,2	13,8	7,3	9,5	18,4	17,0
ROAE	10,7%	23,7%	12,3%	4,3%	5,4%	13,5%	10,7%
ROAA	7,9%	18,2%	9,6%	3,4%	4,1%	10,2%	8,2%



Bilans

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
AKTYWA	1 665,5	1 967,9	2 081,8	1 925,2	2 117,5	2 346,4	2 489,3
Majątek trwały	659,1	785,4	827,2	1 158,0	1 325,8	1 335,9	1 315,3
Rzeczowe aktywa trwałe	620,4	662,4	764,6	1 094,6	1 262,8	1 274,5	1 255,6
Wartości niematerialne i prawne	8,5	10,5	12,8	13,6	13,2	11,6	9,9
Należności długoterminowe	3,3	75,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	26,9	36,9	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
Majątek obrotowy	1 006,4	1 182,5	1 254,6	767,2	791,7	1 010,5	1 174,0
Zapasy	152,5	198,0	217,6	215,6	252,8	284,3	287,6
Należności krótkoterminowe	363,0	355,3	413,9	350,3	412,9	491,9	493,3
Rozliczenia międzyokresowe	40,9	48,8	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	450,0	580,3	581,6	159,8	84,4	192,7	351,6

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
PASYWA	1 665,5	1 967,9	2 081,8	1 925,2	2 117,5	2 346,4	2 489,3
Kapitał własny	1 255,5	1 540,2	1 635,9	1 509,1	1 574,7	1 781,0	1 921,5
Kapitał akcyjny	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Pozostałe kapitały własne	1 064,3	1 349,0	1 444,8	1 317,9	1 383,5	1 589,8	1 730,4
Zobowiązania długoterminowe	60,6	0,0	0,3	0,3	55,9	55,9	55,9
Pożyczki i kredyty	60,5	0,0	0,0	0,0	55,6	55,6	55,6
Pozostałe	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	349,5	427,6	445,5	415,8	487,0	509,5	511,9
Pożyczki i kredyty	48,4	59,8	0,0	0,0	44,4	44,4	44,4
Zobowiązania handlowe	160,2	178,0	162,6	154,6	181,3	203,8	206,2
Rozliczenia międzyokresowe	11,7	19,3	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Pozostałe	129,2	170,6	263,1	241,4	241,4	241,4	241,4
Dług	108,9	59,8	0,1	0,0	100,0	100,0	100,0
Dług netto	-341,1	-520,5	-581,5	-159,8	15,6	-92,7	-251,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-27,2%	-33,8%	-35,5%	-10,6%	1,0%	-5,2%	-13,1%
(Dług netto / EBITDA)	-1,4	-1,2	-1,4	-1,1	0,1	-0,2	-0,7
BVPS	65,7	80,6	85,6	78,9	82,4	93,2	100,5



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
Przepływy operacyjne	156,4	336,0	320,1	159,0	108,4	266,3	319,4
Zysk netto	130,0	330,8	194,6	67,8	82,5	226,9	197,3
Amortyzacja	99,9	74,0	68,9	71,2	99,7	125,0	128,3
Kapitał obrotowy	-61,2	-78,7	35,0	57,6	-73,2	-87,9	-2,3
Pozostałe	-12,4	9,8	21,6	-37,5	-0,7	2,2	-3,9
Przepływy inwestycyjne	103,0	-3,9	-448,5	-382,7	-260,7	-127,4	-93,3
CAPEX	-86,9	-107,5	-147,2	-405,0	-284,5	-155,1	-107,7
Inwestycje kapitałowe	-4,9	-11,6	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	194,8	115,2	-284,4	22,3	23,8	27,7	14,3
Przepływy finansowe	-102,6	-91,1	-159,7	-198,1	76,9	-30,5	-67,2
Emisja akcji	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-49,2	-45,3	-59,3	-0,1	100,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-38,2	-32,5	-82,2	-194,6	-17,0	-20,6	-56,7
Pozostałe	-15,2	-13,8	-18,2	-3,4	-6,1	-9,9	-10,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	156,8	241,0	-288,1	-421,8	-75,4	108,3	158,9
Środki pieniężne na koniec okresu	450,0	580,3	581,6	159,8	84,4	192,7	351,6
DPS (PLN)	2,00	1,70	4,30	10,18	0,89	1,08	2,97
FCF	74,9	176,0	248,4	-224,3	-176,1	111,2	211,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,9%	4,3%	6,1%	20,0%	11,9%	5,4%	3,8%

Wskaźniki rynkowe

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10P	2010/11P	2011/12P	2012/13P
P/E	10,5	4,1	7,0	20,2	16,6	6,0	6,9
P/CE	5,9	3,4	5,2	9,8	7,5	3,9	4,2
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7
P/S	0,6	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
FCF/EV	7,3%	20,8%	32,1%	-18,6%	-12,7%	8,7%	19,0%
EV/EBITDA	4,1	2,0	1,9	8,7	6,9	3,1	3,1
EV/EBIT	6,8	2,4	2,3	17,8	13,7	4,5	4,8
EV/S	0,5	0,3	0,3	0,6	0,6	0,4	0,4
DYield	2,8%	2,4%	6,0%	14,2%	1,2%	1,5%	4,2%
Cena (PLN)	71,50						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
MC (mln PLN)	1366,7	1366,7	1366,7	1366,7	1366,7	1366,7	1366,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 025,6	846,2	773,7	1 207,0	1 382,3	1 274,0	1 115,1



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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

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 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ZA Puławy

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-04-02	2009-05-28
kurs z dnia rekomendacji	70,00	80,40
WIG w dniu rekomendacji	24145,69	29775,36