

24 lutego 2009

Aktualizacja raportu



## Przemysł chemiczny

Polska

|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>49,0 PLN</b> |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>65,5 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 936,6 mln PLN   |
| Free float                     | 273,4 mln PLN   |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 1,51 mln PLN    |

### Struktura akcjonariatu

|                  |        |
|------------------|--------|
| Skarb Państwa    | 50,73% |
| Kompania Węglowa | 9,90%  |
| ING NN OFE       | 5,02%  |
| Zbigniew Jakubas | 5,16%  |
| Pozostali        | 29,19% |

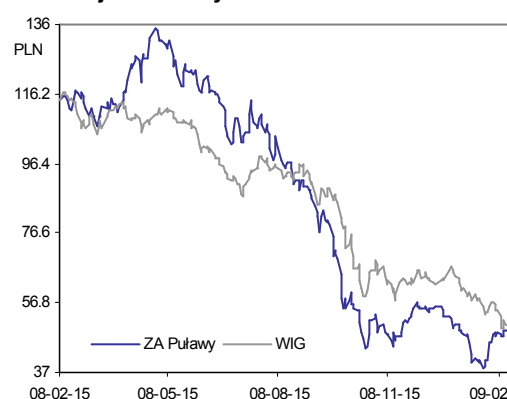
### Prezentacja sektora

W ostatnich tygodniach sytuacja na rynkach nawozowych stabilizuje się, a po załamaniu w końcówce zeszłego roku odbudowują się wolumeny sprzedaży. Na razie nie widzimy jednak szans na szybki wzrost cen z obecnych poziomów. W przypadku melaminy i kaprolaktamu widoczne są już echa światowego kryzysu gospodarczego, a światowe wykorzystanie mocy wytwórczych dla tych produktów spadło w okolice 50-60%. ZA Puławy w tym środowisku pomagają nieco osłabienie złotego.

### 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).

### Kurs akcji ZA Puławy na tle WIG



### Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# ZA Puławy

PULW.WA; ZAP PW

# Akumuluj

(Podwyższona)

## Dobra cena na długi horyzont inwestycyjny

Obecnie biznes operacyjny ZA Puławy, po uwzględnieniu 662 mln PLN gotówki netto na bilansie na koniec 2008 roku, wyceniany jest na około 275 mln PLN, czyli 2,4-krotność rocznego zysku jaki średnio w najbliższych 3-latach jest w stanie Spółka generować. Stwarza to ciekawą okazję inwestycyjną dla inwestorów o dłuższym horyzoncie czasowym (2-5 lat). Analiza harmonogramów planowanych przez ZAP inwestycji, wskazuje że w najbliższych kwartałach nie ma ryzyka znaczącego uszczuplenia środków pieniężnych, które są w obecnym otoczeniu makro postrzegane jako jedno z głównych aktywów ZAP. Dobrym momentum do budowania pozycji będą naszym zdaniem spodziewane słabe wyniki I-szego półrocza 2009. W drugiej połowie roku liczymy na poprawę rentowności, przede wszystkim z uwagi na spodziewane obniżki cen gazu przez URE. W naszej opinii szansę na odbudowanie trendu wzrostowego na cenach nawozów azotowych w perspektywie roku są niewielkie i rekomendujemy nieuwzględnianie takiego scenariusza przy decyzji inwestycyjnej. Siła sprzedażowa ZA Puławy (bezpośredni dostęp do wielu rynków, doskonała sieć dystrybucji) powinna jednak pozwolić Spółce przetrwać ten trudny okres bez generowania strat, co pozwala nam podnieść rekomendację do akumuluj już teraz. Cenę docelową ustalamy na 65,5 PLN na akcję.

### Poprawa w nawozach jeszcze nie prędko

Na rynku nawozów azotowych po drastycznych spadkach cen i załamaniu popytu w końcówce zeszłego roku, obecnie następuje odbudowa wolumenów i odbicie cen od listopadowych „dołków”. Analiza światowego rynku rolnego skłania nas jednak ku tezie, że nie jest to początek nowego trendu wzrostowego. Przemawia za tym kilka czynników, a mianowicie: niewielkie prawdopodobieństwo wzrostów cen zbóż (wysokie zapasy, ryzyko niezrealizowania prognoz wzrostu popytu, niskie plony w Argentynie już w cenach), nadal niska siła zakupowa rolników (spadki cen nawozów w hurcie nie przełożyły się jeszcze w takim stopniu na ceny detaliczne, a spadły mocno przychody ze sprzedaży ziarna), wysokie straty dystrybutorów i wzrost ich awersji do spekulacyjnych zakupów (drastyczne przeceny zapasów na koniec roku, brak możliwości hedgingu) oraz osłabienie dynamiki wzrostu na rynku bioetanolu (spadek konkurencyjności blendingu w USA przy obecnych cenach ropy i obniżeniu premii ustalonej przez administrację).

### Plany inwestycyjne w średnim terminie neutralne dla wyceny

Wiele emocji budziły w ostatnim czasie przedstawiane przez Zarząd ambitne plany niezwykle kosztownych inwestycji związanych z budową instalacji zgazowania węgla, elektrowni węglowej w JV z Vattenfalliem czy megakompleks chemiczny zlokalizowanym w Puławach. Na razie jednak te inwestycje nie będą obciążać bilansu Spółki (ewentualne rozpoczęcie budowy zgazowania to połowa 2010 roku, a megakompleks i elektrownia są dopiero w fazie analizy), a projekty już realizowane za kwotę 550 mln PLN w najbliższych 3 latach (tlenownia-amoniak-mocznik i odsiarczanie spalin) powinny być w dużej mierze sfinansowane z przepływów z bieżącej działalności.

| (mln PLN)    | 2007/08 | 2008/09P | 2009/10P | 2010/11P | 2011/12P |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody    | 2503,5  | 2371,5   | 2183,6   | 2394,4   | 2593,6   |
| EBITDA       | 432,8   | 372,0    | 178,6    | 167,9    | 228,1    |
| marża EBITDA | 17,3%   | 15,7%    | 8,2%     | 7,0%     | 8,8%     |
| EBIT         | 358,7   | 297,7    | 90,6     | 71,1     | 130,2    |
| Zysk netto   | 330,8   | 170,3    | 109,4    | 67,7     | 113,7    |
| DPS          | 1,70    | 4,30     | 2,70     | 1,73     | 1,07     |
| P/E          | 2,8     | 5,5      | 8,6      | 13,8     | 8,2      |
| P/CE         | 2,3     | 3,8      | 4,7      | 5,7      | 4,4      |
| P/BV         | 0,6     | 0,6      | 0,6      | 0,5      | 0,5      |
| EV/EBITDA    | 1,0     | 1,3      | 3,6      | 4,6      | 3,1      |
| DYield       | 3,5%    | 8,8%     | 5,5%     | 3,5%     | 2,2%     |

## Bardzo dobre wyniki za 2Q 2008/09

Wyniki ZAP za 2Q roku obrotowego 2008/09 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego, który ukształtował się blisko naszych prognoz. Największe zaskoczenie pojawiło się na poziomie zysku operacyjnego, który ostatecznie wyniósł aż 72,9 mln PLN vs. oczekiwane przez nas 47,1 mln PLN. Wszystko wskazuje na to, że Spółce udało się wypracować taki wynik przede wszystkim w pierwszej połowie kwartału, podczas gdy w drugiej jego części istotnie ograniczyła sprzedaż (efektem tego jest wyraźny wzrost zapasów ze 169 mln PLN do 212 mln PLN), co zaowocowało odchyleniem na poziomie przychodów od naszej prognozy o 40 mln PLN. Produkcja na zapasy obniżyła znacząco koszty wytworzenia, które po oczyszczeniu były bliskie naszym szacunkom. Na poziomie przychodów gorzej od naszych oczekiwań wyglądała sprzedaż RSM oraz saletry, 20% wyższe były natomiast przychody z kaprolaktamu. Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -85 mln PLN vs. oczekiwane przez nas -117 mln PLN. Do różnicy przyczyniły się niespodziewane dodatkowe przychody finansowe w kwocie 50 mln PLN w pozycjach aktualizacja wartości inwestycji i inne (w raporcie Zarząd wspomina o przeszacowaniu wartości gruntów w użytkowaniu wieczystym na kwotę 19 mln PLN). Straty na hedgingu są zgodne z informacjami przekazanymi przez Spółkę w styczniu w komunikacie. W 2Q 08/09 ZAP wygenerowały z działalności operacyjnej 132 mln PLN, ale z uwagi na capex w wysokości 36 mln PLN oraz wypłatę dywidendy 82 mln PLN, środki pieniężne nieco się obniżyły w relacji do poprzedniego kwartału i wynoszą obecnie 662 mln PLN, czyli 34,6 PLN na akcję.

### Skonsolidowane wyniki finansowe ZA Puławy i prognoza DI BRE

| (mln PLN)    | IIQ 08/09 | IIQ 07/08 | zmiana | IIQ08/09P | wyniki vs. prognoza | konsensus | 1H 08/09 | 1H 07/08 | zmiana |
|--------------|-----------|-----------|--------|-----------|---------------------|-----------|----------|----------|--------|
| Przychody    | 514,9     | 634,8     | -19%   | 550,2     | -6%                 | 566,0     | 1201,2   | 1122,9   | 7,0%   |
| EBITDA       | 90,0      | 106,4     | -15%   | 63,1      | 43%                 | 65,0      | 291,4    | 161,9    | 79,9%  |
| marża EBITDA | 17,5%     | 16,8%     | -      | 11,5%     | -                   | 11,5%     | 24,3%    | 14,4%    | -      |
| EBIT         | 72,9      | 88,6      | -18%   | 47,1      | 55%                 | 53,6      | 258,0    | 127,0    | 103,1% |
| Zysk brutto  | -12,0     | 104,1     | -112%  | -69,9     | -83%                | -         | 181,5    | 152,8    | -      |
| Zysk netto   | -10,2     | 91,5      | -111%  | -69,9     | -85%                | -62,9     | 146,9    | 130,2    | 12,8%  |

Źródło: ZA Puławy, PAP, DI BRE

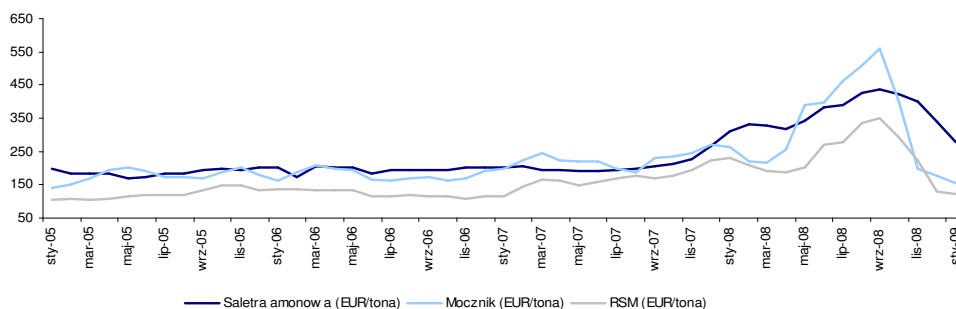
## Perspektywy na rok 2009

### NAWOZY

Po załamaniu transakcyjności i cen na rynku nawozów azotowych w końcówce zeszłego roku, powoli następuje stabilizacja sytuacji i powrót wolumenów sprzedaży. ZA Puławy pracują w tym segmencie już praktycznie przy pełnym wykorzystaniu mocy wytwórczych (po uwzględnieniu trwających sezonowych remontów CUR przekracza 90%) i całość produkcji sprzedają bez zwiększania stanów magazynowych.

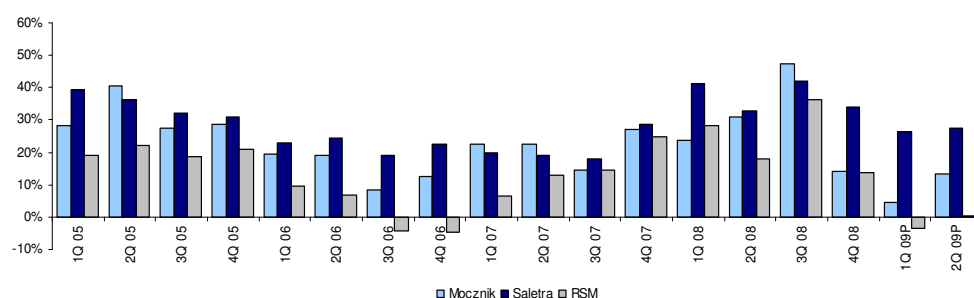
Marże na poszczególnych produktach są jednak naszym zdaniem istotnie niższe niż w 2Q'08/09, na co oprócz spadku przeciętnych cen (załamanie nastąpiło w listopadzie) wpływa także wyższa cena gazu (taryfa obowiązuje od 1 listopada 2008) oraz podwyżki cen energii i węgla, które w samym drugim półroczu 2008/09 mogą zwiększyć koszty Spółki o około 55 mln PLN. Dodatkowo wyniki 3Q'08/09 zainfekowane zostaną przez 2 tygodniowe obniżenie dostaw gazu (-6 mln PLN).

### Ceny nawozów azotowych w EUR/t



Źródło: Bloomberg, Fertecon

## Szacunkowa uproszczona marża na sprzedaży nawozów w ZA Puławy\*

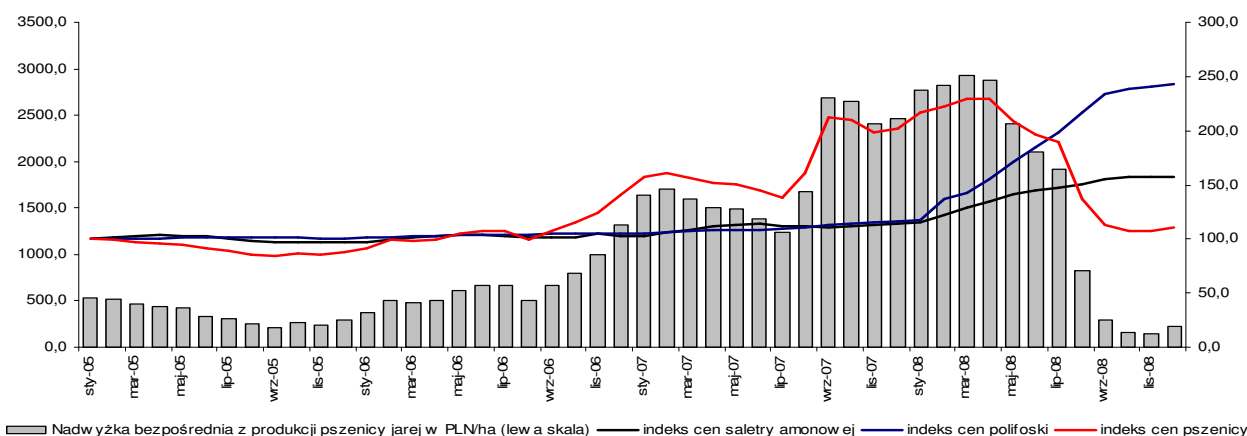
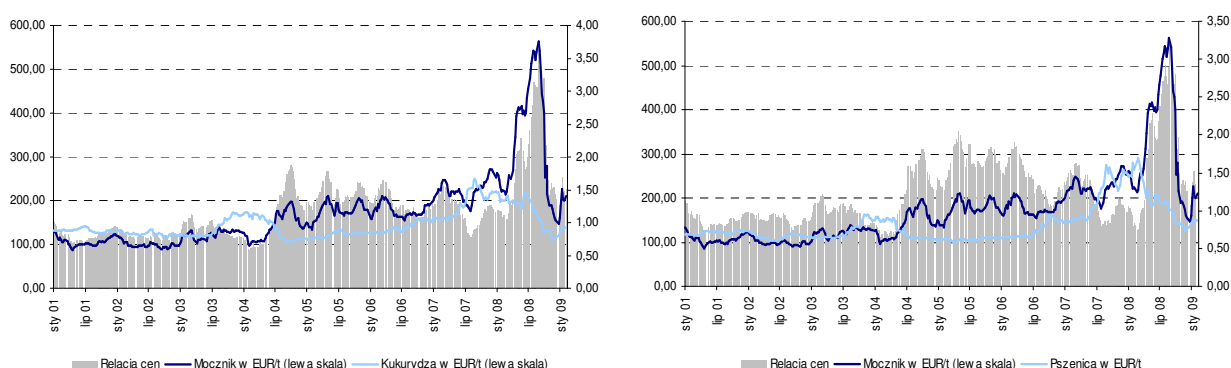


\*szacunkowa marża opiera się na przyporządkowaniu kosztów gazu do poszczególnych nawozów i proporcjonalnym do wielkości przychodów uwzględnieniu pozostałych kosztów operacyjnych, co stanowi oczywiście znaczące uproszczenie ale w naszej opinii dobrze wizualizuje trendy rentowności

Źródło: opracowanie DI BRE

Ceny nawozów azotowych w ostatnich kilku miesiącach spadły znacznie bardziej niż ceny pszenicy czy kukurydzy, co znacząco poprawiło ich relacje z punktu widzenia rolników. Wskaźniki siły nabywczej producentów zbóż zwiększyły się do średnich poziomów z ostatnich 8 lat, co powinno pozwolić im na uruchomienie normalnych zakupów pod wiosenny sezon nawożenia. Powrót wolumenów nie będzie jednak w naszej opinii równoznaczny z poprawą marż branży nawozowej. Ceny mocznika czy saletry pozostaną raczej na obecnych poziomach (po odbiciu od dna wyznaczonego na przełomie listopada i grudnia) i w najbliższych kwartałach nie oczekujemy powrotu trendu wzrostowego. Warto zwrócić przy tym uwagę na fakt, że w przypadku rynku polskiego rentowność w gospodarstwach rolnych dopiero zaczyna się odbudowywać, gdyż ceny nawozów obniżyły się w detalu dopiero w ostatnich miesiącach. Wypracowana nadwyżka środków na wiosenne zakupy jest więc niższa niż średnia dla Europy Zachodniej. W tym kontekście spadek rentowności krajowej sprzedaży ZAP może być bardziej widoczny dopiero w 3Q'08/09.

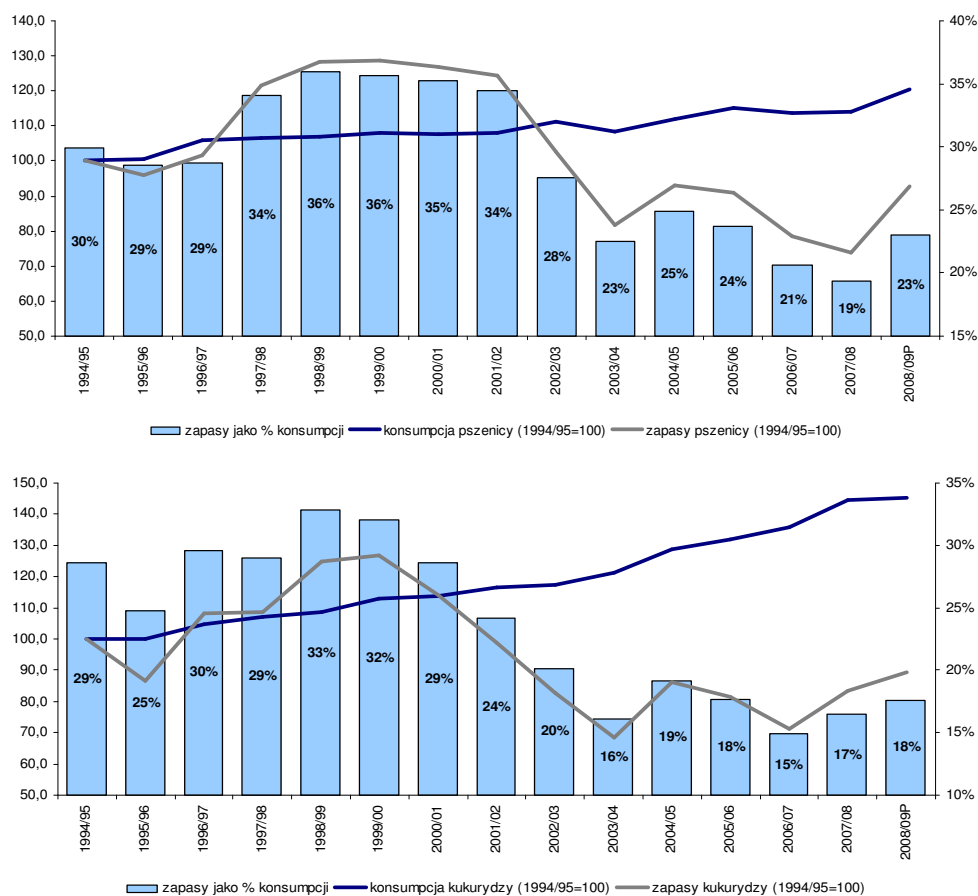
## Ceny mocznika na tle zbóż- siła zakupowa rolników w Polsce



Źródło: Bloomberg, opracowanie DI BRE

Pozytywnym katalizatorem dla cen nawozów mógłby być ewentualny wzrost cen zbóż, którego część rynku oczekuje z uwagi na możliwe odchylenia od prognoz po stronie produkcji (szczególnie w przypadku wyśrubowanych oczekiwań dotyczących UE i Australii). Na razie jednak nie widzimy przekonujących sygnałów, które taki scenariusz by uprawdopodobniały. Bardzo słabe, ze względu na klęskę suszy, zbiory w Argentynie (IV-ty światowy eksporter pszenicy i największy globalny eksporter kukurydzy) zainfekują co prawda mocno światową podaż, ale jest to już uwzględnione w projekcjach amerykańskiego Departamentu Rolnictwa (spadek produkcji argentyńskiej pszenicy o połowę i kukurydzy o 35%). Według tych szacunków, zapasy ziarna na świecie wzrosną licząc w % globalnej konsumpcji z rekordowo niskich 19% w roku 2007/08 do 23% w przypadku pszenicy i z 17% do 18% w przypadku kukurydzy. Oczywiście trudno dziś przewidzieć ewentualne anomalie pogodowe, które mogłyby zniszczyć część plonów i wprowadzić zakłócenia do tych projekcji. W tej chwili jednak większe ryzyko widzimy po stronie popytowej (prognozy wzrostu konsumpcji zbóż powyżej CAGR z ostatnich 3 lat) w związku z osłabieniem opłacalności produkcji bioetanolu w USA.

### Światowe zapasy pszenicy i kukurydzy w relacji do konsumpcji

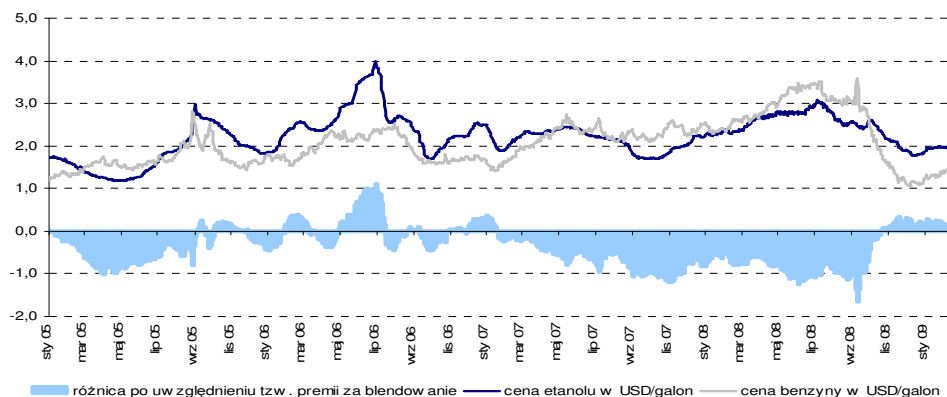


Źródło: USDA

Jednym z głównych motorów napędowych wzrostów cen na rynku rolnym w poprzednim roku była kwestia dynamicznego rozwoju rynku biopaliwowego, który wspierany przez administracje rządowe znacząco uszczuplił światowe zapasy zbóż. Przyszłość dla tego segmentu rynku, mimo ustalonych już zwiększonych limitów konsumpcji „ekologicznych” paliw w wielu krajach, nie wygląda już tak ciekawie. Głównym powodem ograniczenia dynamik wzrostu mogą być niekorzystne relacje cenowe bioetanolu i bioestrów w relacji do konwencjonalnych paliw opartych na ropie naftowej. Nawet dodatkowe zachęty w postaci tzw. premii za mieszanie etanolu (w USA dopłata wynosiła 0,51 USD/galon, a od stycznia zmniejszono ją do 0,45 USD/galon) przestały już uzasadniać ekonomiczne wykorzystanie bioetanolu ponad obowiązkowe limity (w 2008 roku limit wynosił 9 mld galonów, a produkcja bioetanolu sięgnęła w sezonie 2008/09 10,8 mld galonów). Dodatkową barierą dla zwiększania konsumpcji kukurydzy na potrzeby rynku paliwowego w USA w kolejnych latach (obecnie już ponad 30% tego ziarna przerabia się na etanol, a prognozowano że aby spełnić limity na 2015 rok konsumpcja kukurydzy na cele energetyczne musiałaby wzrosnąć o 45%) będą nakładane na nowopowstające instalacje, restrykcyjne limity emisyjne CO<sub>2</sub> (o 20% niższa emisja niż

konwencjonalna instalacja produkująca benzynę). Według niektórych analiz te dyrektywy mogą całkowicie zahamować inwestycje w nowe moce w USA.

### Relacja ceny etanolu i benzyny w USA w USD/galon

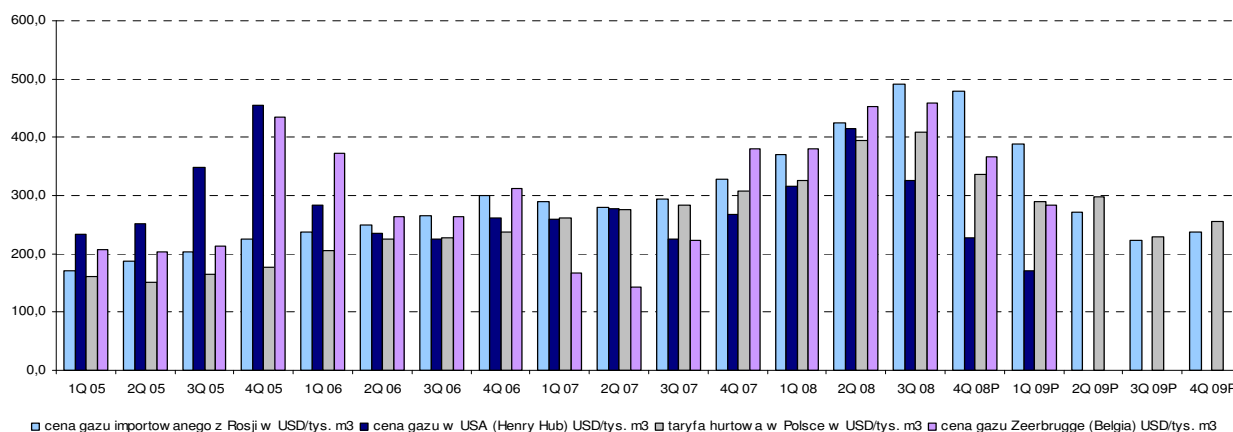


Źródło: Bloomberg, opracowanie DI BRE

Nie bez znaczenia dla tempa ewentualnego powrotu trendu wzrostowego na cenach nawozów będzie kondycja dystrybutorów, o których ten rynek jest w dużej mierze oparty. W końcówce zeszłego roku doświadczyli oni bardzo dużych strat na zapasach, gdyż w lecie obstawiali dalsze wzrosty cen i wypełniali magazyny przygotowując się do jesiennych „żniw” (ustanawiając rekordowe ceny mocznika czy saletry). Z uwagi na braki jakichkolwiek instrumentów zabezpieczających wystawili się praktycznie w 100% na załamanie notowań w październiku oraz listopadzie, a ratując płynność przyczynili się do pogłębienia spadków poprzez wyprzedawanie nagromadzonych zapasów. Wielu graczy na tym rynku nie przetrwało tego „huraganu”, a ci którzy przetrzymali trudny okres i znaleźli wsparcie po stronie banków, na pewno mocno zwiększyli awersję do ryzyka i spekulacyjnych ruchów. W tym kontekście uważamy, że jest to kolejny argument za tym, że obserwowany obecnie powrót transakcyjności na rynkach nawozowych wcale nie musi oznaczać wzrostów cen, gdyż do takiego scenariusza potrzebny jest apetyt na ryzyko wśród dystrybutorów i agresywne skupowanie towarów od producentów.

Przy oczekiwanej przez nas stabilizacji cen, czynnikiem który będzie w stanie w perspektywie najbliższych kwartałów poprawić rentowność w segmencie nawozów azotowych powinien okazać się spadek cen gazu ziemnego. W Polsce decyzja w tej sprawie będzie należała oczywiście do URE (my zakładamy, że do obniżki przekraczającej 20% dojdzie już w 3Q tego roku kalendarzowego, aczkolwiek wiele zależeć będzie od kursu USD/PLN), ale w Europie Zachodniej już mamy do czynienia z wyraźnym obniżeniem kosztów tego surowca.

### Ceny gazu ziemnego w Europie, USA i Polsce



Źródło: BMWi, szacunki DI BRE, URE

Przedstawiona powyżej relacja cen gazu w Europie i USA może mieć negatywny wpływ na konkurencyjność producentów ze Starego Kontynentu. Nie oznacza to oczywiście importu nawozów z USA, ale wyraźne ograniczenie możliwości eksportowych w związku z osłabieniem popytu w obu Amerykach. Dotyczyć to będzie przede wszystkim RSM (udział producentów

europejskich w imporcie do USA w tym przypadku dochodzi do 75% z około 3,5 mln ton ogółem). W środowisku rosnących światowych cen gazu ZAP doświadczały tych podwyżek jako jedni z ostatnich i podobnie będzie w przypadku spadków kosztów surowca w związku z taryfowym mechanizmem regulacji obowiązującym w Polsce. Ostateczna kalkulacja siły konkurencyjnej Puław będzie jednak zależała od kursu USD/PLN i tempa obniżek taryf przyjętego przez URE.

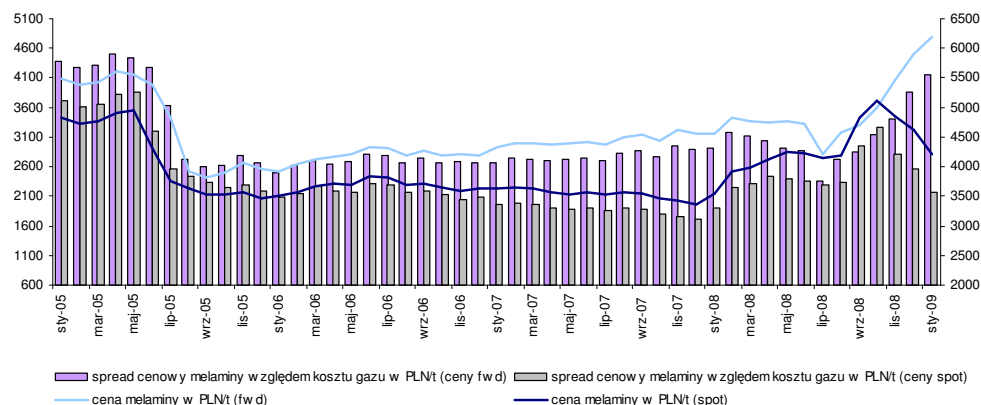
## MELAMINA

Produkt wykorzystywany przede wszystkim w przemyśle meblarskim, gdzie służy do produkcji laminatów (47%) oraz klejów do drewna (30%). Pozostałe 23% aplikacji melaminy to różnego rodzaju masy wtryskowe zwiększające odporność materiału na zarysowania i zużywanie.

Pod koniec 2008 roku popyt na melaminę ze strony przemysłu meblarskiego i drzewnego mocno się załamał, co zmusiło większość producentów do ograniczenia produkcji (ZAP wyłączyły 1 z 3 instalacji, czyli obniżyły CUR o 30%, wykorzystując ten czas do przeprowadzenia remontu planowanego na późniejszy okres- planowane zakończenie to początek marca). ICIS-LOR szacuje, że obecnie światowe moce są w tym produkcie wykorzystywane w 50-60%. W tych okolicznościach wytwórcy negocjują z odbiorcami ceny w nowych rocznych kontraktach na 2009, co oczywiście nie będzie sprzyjać osiąganym marżom. Dodatkowo, znajdujący się w trudnej sytuacji klienci ZAP, mogą wykorzystywać w negocjacjach obserwowane w Europie spadki cen gazu ziemnego, jako argument sprzyjający producentom melaminy (na 1 tonę melaminy potrzeba 3,5 tony mocznika).

Obecnie ceny spotowe monitorowane przez ICIS-LOR kształtują się w okolicach 1000 EUR/t, ale podobno w niektórych transakcjach schodzą poniżej tych poziomów. Oznacza to spadek notowań o ponad 30% w relacji do października 2008. Zmiana rentowności powinna być jednak znacznie mniejsza z uwagi na kurs EUR/PLN, a w średnim terminie również ze względu na oczekiwane obniżki taryfy gazowej przez URE (my zakładamy spadek cen w 3Q'09). Na razie jednak, ZA Puławy w przeciwieństwie do innych europejskich producentów, nie będą korzystały z tańszego surowca, a dodatkowo doświadczą droższej energii elektrycznej i wyższych cen węgla. Ceny tych nośników energii w kolejnych kwartałach Zarząd będzie się zapewne starał re negocjować (obecnie średni wzrost cen prądu w kontraktach na 2009 to +45%, a węgla +25%) i w naszej opinii sprzedaż melaminy powinna utrzymać satysfakcjonujący poziom rentowności.

### Ceny melaminy (prawa skala) i crack vs. gaz ziemny w PLN/t



Źródło: szacunki DI BRE, ZA Puławy, ICIS-LOR

## KAPROLAKTAM

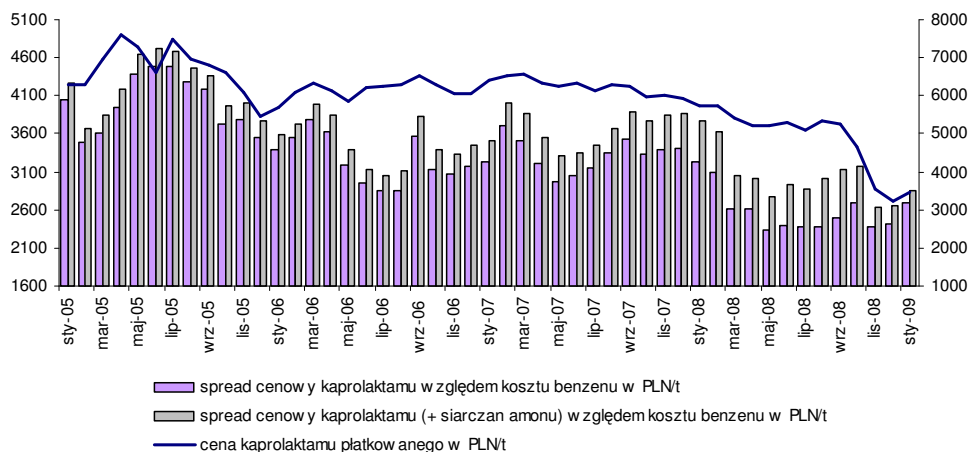
Produkt wykorzystywany do produkcji włókien tekstylnych dla przemysłu odzieżowego (32%), włókien dla przemysłu dywanowego (20%), włókien przemysłowych wykorzystywanych w produkcji opon ciężarowych, lin i siatek (16%). Pozostałe 32% aplikacji to żywice inżynieryjne i folie wykorzystywane przede wszystkim do produkcji tworzy w konstrukcyjnych (różnego rodzaju wloty i inne elementy plastikowe w samochodach) oraz opakowań dla przemysłu spożywczego i rolnego.

Po załamaniu popytu na kaprolaktam w 4Q 2008, głównie z uwagi na pogorszenie nastrojów w sektorze motoryzacyjnym i wycofanie się zamówień z azjatyckiego przemysłu tekstylnego, obecnie następuje stabilizacja rynku. W końcówce zeszłego roku, w związku z wysokimi

stanami magazynowymi, wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych wahała się w przedziale 30-50%. Teraz powoli popyt wraca na rynek i wolumeny się poprawiły, choć nadal realizowane marże nie pozwalają na pokrycie w pełni kosztów stałych. Dodatkowym czynnikiem, który negatywnie wpływa na rentowność na tym produkcie jest spadek cen siarczanu amonu (produkt uboczny), który odzwierciedla trendy na globalnym rynku nawozowym.

Producenci oczekują, że w 2Q'09 powinno nastąpić ożywienie popytu na kaprolaktam, głównie z rynku chińskiego, ale w dużej mierze będzie to zależać od globalnych nastrojów. ZA Puławy również powoli zwiększają wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych, ale z uwagi na wzrost cen energii elektrycznej w Polsce, uzyskanie dodatnich marż może być w perspektywie najbliższych kwartałów trudne.

### Ceny kaprolaktamu i crack vs. benzen w PLN/t



Źródło: szacunki DI BRE, ZA Puławy, Bloomberg, ICIS-LOR

## Projekt zgazowania węgla

Zamówione przez ZAP studium wykonalności projektu zgazowania węgla, przygotowane przez firmę Bechtel, potwierdziło zasadność ekonomiczną realizacji tej inwestycji. Przez najbliższe 6 miesięcy będą trwały prace przygotowawcze, które pozwolą na dopracowanie kwestii finansowania tego projektu oraz ostatecznego ukształtowania struktury kapitałowej przedsięwzięcia (pozyskanie partnerów, potencjalnie kopalnia w Bogdanie). Kolejny etap to finalny wybór technologii i przygotowanie szczegółowego projektu instalacji, co powinno zakończyć się na początku 2010 roku. Budowa mogłaby się w takim scenariuszu rozpocząć w połowie 2010 i potrwałaby do 2013 roku. Rozruch instalacji przewidywany jest wstępnie na koniec 2013 roku.

Szacowane wstępnie nakłady inwestycyjne na ten projekt to około 1,2-1,8 mld USD, czyli przy obecnym poziomie kursu 4,4-6,7 mld PLN. Wydatki tego rzędu zostały skalkulowane dla instalacji zużywającej rocznie 1,2-1,3 mln ton węgla o potencjale produkcji gazu syntezowego równoważnej połowie obecnego zapotrzebowania ZAP. Oznaczałoby to, że zużycie gazu ziemnego w Puławach spadłoby o około 450 mln m<sup>3</sup> rocznie. Oszczędności w skali roku na samym paliwie (bez uwzględnienia ewentualnych dodatkowych korzyści z synergii energetycznych oraz dodatkowych wolumenów siarki i CO<sub>2</sub> wykorzystywanych w wytwarzaniu innych produktów), wynikające ze spreadu cenowego gaz-węgiel, przy obecnych realiach cenowych mogłyby sięgnąć 150 mln PLN i z uwagi na lokalizację instalacji w SSE, w pełni stanowiłyby dodatni cash flow po uruchomieniu zgazowania. W kontekście restrykcyjnej polityki UE w kwestii emisji CO<sub>2</sub>, jest jednak szansa na dalsze rozszerzanie się spreadu cenowego między gazem i węglem, co pozytywnie wpływałoby na ewentualne korzyści z instalacji zgazowania.

ZA Puławy w momencie podjęcia ostatecznej decyzji o realizacji projektu zgazowania, będą również starały się o dofinansowanie tej inwestycji ze środków unijnych. UE deklaruje, że może wesprzeć kilkanaście tego typu projektów kwotami od 0,5 do nawet 1 mld EUR, ale konkurencja o to wsparcie może być ogromna i wiele będzie zależało od zaawansowania prac przy konkretnych inwestycjach ubiegających się o dofinansowanie. Ewentualne granty z UE na zgazowanie w Puławach znacząco obniżałyby zaangażowanie kapitałów ZAP i praktycznie eliminowałyby ryzyko wynikające z tak ogromnego wysiłku inwestycyjnego.



Obecnie jest zdecydowanie za wcześnie aby ocenić ewentualną realizację tego projektu na wycenę rynkową akcji ZAP, tym bardziej że Spółka nie podaje żadnych szczegółowych informacji na temat tego projektu oraz założeń przyjętych przez Bechtel w studium wykonalności. Ogromna skala tego przedsięwzięcia rodzi znaczące ryzyko związane z okresem istotnie ujemnych przepływów finansowych w fazie budowy instalacji. Decyzja o rozpoczęciu budowy bez wsparcia środków z UE byłaby naszym zdaniem odebrana przez rynek negatywnie, tym bardziej jeśli Spółka nie poparłaby tej decyzji przekonującymi kalkulacjami ekonomicznymi (NPV, IRR przy określonych założeniach makro).

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji ZA Puławy wyznaczamy na 65,5 PLN. Na tej podstawie wydajemy rekomendację akumuluj.

### Wycena DCF

|                    | waga                           | cena        |
|--------------------|--------------------------------|-------------|
| Wycena porównawcza | 50%                            | 53,3        |
| Wycena DCF         | 50%                            | 67,7        |
|                    | cena wynikowa                  | 60,5        |
|                    | <b>cena docelowa za 9 m-cy</b> | <b>65,5</b> |

### Założenia modelu

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

|                               | 2004/<br>05 | 2005/<br>06 | 2006/<br>07 | 2007/<br>08 | 2008/<br>09P | 2009/<br>10P | 2010/<br>11P | 2011/<br>12P | 2012/<br>13P | 2013/<br>14P | 2014/<br>15P | 2015/<br>16P | 2016/<br>17P | 2017/<br>18P |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EUR/USD                       | 1,27        | 1,22        | 1,30        | 1,47        | 1,38         | 1,28         | 1,30         | 1,30         | 1,30         | 1,30         | 1,30         | 1,30         | 1,30         | 1,30         |
| EUR/PLN                       | 4,21        | 3,93        | 3,87        | 3,61        | 3,95         | 3,81         | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 3,50         |
| USD/PLN                       | 3,31        | 3,23        | 2,99        | 2,47        | 2,87         | 2,97         | 2,69         | 2,69         | 2,69         | 2,69         | 2,69         | 2,69         | 2,69         | 2,69         |
| <b>w EUR/t</b>                |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Melamina                      | 1329        | 1045        | 1112        | 1284        | 1245         | 1043         | 1088         | 1200         | 1283         | 1283         | 1283         | 1283         | 1283         | 1283         |
| Kaprolaktam                   | 1666        | 1604        | 1645        | 1597        | 1025         | 1126         | 1375         | 1501         | 1501         | 1501         | 1501         | 1501         | 1501         | 1501         |
| Mocznik                       | 171         | 183         | 196         | 259         | 293          | 241          | 273          | 282          | 299          | 299          | 299          | 299          | 299          | 299          |
| Saletra                       |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| amonowa                       | 174         | 194         | 196         | 277         | 344          | 272          | 295          | 305          | 324          | 324          | 324          | 324          | 324          | 324          |
| RSM                           | 110         | 132         | 132         | 200         | 206          | 153          | 172          | 182          | 195          | 195          | 195          | 195          | 195          | 195          |
| siarczan amonu                | 53          | 52          | 74          | 120         | 92           | 52           | 58           | 60           | 64           | 64           | 64           | 64           | 64           | 64           |
| Benzen w EUR/t                | 772         | 661         | 809         | 757         | 427          | 526          | 638          | 701          | 701          | 701          | 701          | 701          | 701          | 701          |
| Amoniak w USD/t               | 232         | 260         | 250         | 380         | 392          | 248          | 281          | 290          | 308          | 308          | 308          | 308          | 308          | 308          |
| Gaz z przesylem w PLN/tys. m3 | 559         | 703         | 827         | 880         | 1 033        | 849          | 965          | 1 031        | 1 062        | 1 065        | 1 069        | 1 073        | 1 076        | 1 077        |

- W naszych prognozach i wycenie nie uwzględniamy oczekiwanych przez Spółkę przychodów ze sprzedaży certyfikatów NO<sub>x</sub> w związku z tym, iż realizacja zakładanych 22 mln EUR rocznie do 2012 roku może być w obecnym otoczeniu makro trudna do realizacji (spadek cen certyfikatów CO<sub>2</sub>, obniżenie produkcji i emisji). Nie dysponujemy również informacją na temat założeń, jakie Spółka przyjęła do szacunków przychodów. Informacyjnie podajemy, że aktualizując kwotę 22 mln EUR do obecnych cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla (w stosunku do ich cen z momentu ogłoszenia przez ZAP celu 22 mln EUR rocznie) otrzymujemy około 8 mln EUR rocznie. Uważamy również, że w związku z podobnymi inwestycjami w ograniczenie emisji NO<sub>x</sub> w innych zakładach, może być trudno realizować ten sam poziom przychodów przez kolejne 4 lata. Zakładając jednak umiarkowanie optymistyczny scenariusz, te dochody mogłyby dodać około 6 PLN wartości na akcję.
- W roku 2017 amortyzacja jest wyższa niż CAPEX, co nie jest do utrzymania w dłuższym terminie, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 100,0 mln PLN.
- Przy obliczaniu FCF<sub>TV</sub> do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2017/18.
- Po roku 2017 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,5% (6,5% w latach prognozy), współczynnik beta na poziomie 1,0.
- Przepływy dyskontujemy na początek 2009 roku i uwzględniamy dług netto z końca roku obrotowego 2007/08.

**Model DCF wyceny akcji ZA Puławy**

| (mln PLN)                                    | 2008/09      | 2009/10                             | 2010/11       | 2011/12      | 2012/13      | 2013/14      | 2014/15      | 2015/16      | 2016/17      | 2017/18      | 2018+        |
|----------------------------------------------|--------------|-------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                | <b>2 371</b> | <b>2 184</b>                        | <b>2 394</b>  | <b>2 594</b> | <b>2 754</b> | <b>2 852</b> | <b>2 761</b> | <b>2 794</b> | <b>2 807</b> | <b>2 821</b> | <b>2 835</b> |
| zmiana                                       | -5,3%        | -7,9%                               | 9,7%          | 8,3%         | 6,2%         | 3,5%         | -3,2%        | 1,2%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>372,0</b> | <b>178,6</b>                        | <b>167,9</b>  | <b>228,1</b> | <b>332,7</b> | <b>328,4</b> | <b>313,7</b> | <b>305,1</b> | <b>296,5</b> | <b>290,6</b> | <b>292,0</b> |
| marża EBITDA                                 | 15,7%        | 8,2%                                | 7,0%          | 8,8%         | 12,1%        | 11,5%        | 11,4%        | 10,9%        | 10,6%        | 10,3%        | 10,3%        |
| Amortyzacja                                  | 74,3         | 88,0                                | 96,8          | 97,9         | 98,7         | 99,7         | 100,7        | 103,0        | 107,0        | 111,5        | 100,0        |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>297,7</b> | <b>90,6</b>                         | <b>71,1</b>   | <b>130,2</b> | <b>234,0</b> | <b>228,7</b> | <b>213,1</b> | <b>202,0</b> | <b>189,5</b> | <b>179,1</b> | <b>192,0</b> |
| marża EBIT                                   | 12,6%        | 4,1%                                | 3,0%          | 5,0%         | 8,5%         | 8,0%         | 7,7%         | 7,2%         | 6,7%         | 6,3%         | 6,8%         |
| Opodatkowanie EBIT                           | 56,6         | 17,2                                | 13,5          | 24,7         | 44,5         | 43,5         | 40,5         | 38,4         | 36,0         | 34,0         | 36,5         |
| <b>NOPLAT</b>                                | <b>241,1</b> | <b>73,4</b>                         | <b>57,6</b>   | <b>105,5</b> | <b>189,6</b> | <b>185,3</b> | <b>172,6</b> | <b>163,7</b> | <b>153,5</b> | <b>145,1</b> | <b>155,6</b> |
| CAPEX                                        | -230,0       | -302,2                              | -225,0        | -100,0       | -100,0       | -100,0       | -100,0       | -100,0       | -100,0       | -100,0       | -100,0       |
| Kapitał obrotowy                             | 12,1         | -9,8                                | -36,8         | -33,4        | -26,1        | -16,9        | 15,6         | -5,9         | -2,5         | -2,5         | -2,5         |
| Inwestycje kapitałowe                        | 0,0          | 0,0                                 | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>FCF</b>                                   | <b>97,5</b>  | <b>-150,6</b>                       | <b>-107,3</b> | <b>70,0</b>  | <b>162,2</b> | <b>168,0</b> | <b>188,8</b> | <b>160,8</b> | <b>158,0</b> | <b>154,1</b> | <b>153,0</b> |
| WACC                                         | 11,1%        | 11,1%                               | 11,1%         | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        |
| współczynnik dyskonta                        | 94,9%        | 85,4%                               | 76,8%         | 69,1%        | 62,2%        | 56,0%        | 50,4%        | 45,3%        | 40,8%        | 36,7%        | 36,7%        |
| PV FCF                                       | 92,5         | -128,6                              | -82,4         | 48,4         | 100,9        | 94,0         | 95,1         | 72,9         | 64,4         | 56,5         |              |
| <b>WACC</b>                                  | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b>                        | <b>11,1%</b>  | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> |
| Koszt długu                                  | 7,1%         | 7,1%                                | 7,1%          | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         | 7,1%         |
| Stopa wolna od ryzyka                        | 6,13%        | 6,13%                               | 6,13%         | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        | 6,13%        |
| 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%         | 0,0%                                | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Koszt kapitału własnego                      | 11,1%        | 11,1%                               | 11,1%         | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        | 11,1%        |
| 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%         | <b>Analiza wrażliwości</b>          |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość rezydualna (TV)                      | 1 374,8      | <b>Wzrost FCF w nieskończoności</b> |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     | 504,5        |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 413,7        | WACC +1,0pp                         | 71,0          | 73,4         | 76,2         | 79,6         | 83,9         |              |              |              |              |
| Wartość firmy (EV)                           | 861,6        | WACC +0,5pp                         | 72,1          | 74,7         | 77,8         | 81,6         | 86,5         |              |              |              |              |
| Dług netto                                   | -433,4       | WACC                                | 73,4          | 76,2         | 79,6         | 83,9         | 89,4         |              |              |              |              |
| Wartość wyemitowanych warrantów              | 0,0          | WACC -0,5pp                         | 74,7          | 77,8         | 81,6         | 86,5         | 92,8         |              |              |              |              |
| Udziałowcy mniejszościowi                    | 0,0          | WACC -01,0pp                        | 76,2          | 79,6         | 83,9         | 89,4         | 96,7         |              |              |              |              |
| Wartość firmy                                | 1 295,0      |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (mln)                           | 19,1         |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>          | <b>67,7</b>  |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego     | 8,3%         |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Cena docelowa</b>                         | <b>73,4</b>  |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| EV/EBITDA('08/09) dla ceny docelowej         | 2,6          |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| P/E('08/09) dla ceny docelowej               | 8,2          |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Udział TV w EV                               | 59%          |                                     |               |              |              |              |              |              |              |              |              |

## Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2008-2010 (zmniejszając wagę dla rekordowego dla sektora roku 2008). 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 mający nadal spore zaległości technologiczne i efektywnościowe (choć wyróżniający się pozytywnie na tle innych spółek nawozowych z Rosji), budujący swoją przewagę na dostępie do tańszych surowców.

|                                     | Cena   | P/E         |            |            |            | EV/EBITDA  |            |            |            |
|-------------------------------------|--------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                     |        | 2007        | 2008P      | 2009P      | 2010P      | 2007       | 2008P      | 2009P      | 2010P      |
| Agrium                              | 36,73  | 14,8        | 4,4        | 5,4        | 5,4        | 7,3        | 2,7        | 3,3        | 3,4        |
| DSM                                 | 18,06  | 6,2         | 5,6        | 9,7        | 8,4        | 3,8        | 3,6        | 4,8        | 4,5        |
| K+S                                 | 35,65  | 47,7        | 6,1        | 5,6        | 5,3        | 17,7       | 4,0        | 3,8        | 3,6        |
| Police                              | 5,10   | 1,9         | 8,2        | -13,3      | 8,8        | 1,5        | 1,3        | 9,5        | 2,8        |
| Silvinit                            | 252,23 | 20,7        | 4,0        | 4,7        | 3,1        | 17,3       | 3,6        | 3,7        | 2,8        |
| Yara                                | 150,75 | 8,1         | 4,2        | 8,3        | 6,3        | 8,7        | 3,5        | 6,4        | 5,6        |
| Maksimum                            |        | 47,7        | 8,2        | 9,7        | 8,8        | 17,7       | 4,0        | 9,5        | 5,6        |
| Minimum                             |        | 1,9         | 4,0        | -13,3      | 3,1        | 1,5        | 1,3        | 3,3        | 2,8        |
| <b>Mediana</b>                      |        | <b>11,5</b> | <b>5,0</b> | <b>5,5</b> | <b>5,8</b> | <b>8,0</b> | <b>3,6</b> | <b>4,3</b> | <b>3,5</b> |
| ZA Puławy                           | 49,00  | 2,8         | 5,5        | 8,6        | 13,8       | 0,6        | 0,7        | 1,5        | 1,6        |
| (premia / dyskonto)                 |        | -75,3%      | 9,8%       | 56,4%      | 137,1%     | -92,1%     | -79,3%     | -64,1%     | -53,7%     |
| <b>Implikowana wycena</b>           |        |             |            |            |            |            |            |            |            |
| Mediana                             |        | 11,5        | 5,0        | 5,5        | 5,8        | 8,0        | 3,6        | 4,3        | 3,5        |
| Waga wskaźnika                      |        |             | 50,0%      |            |            |            | 50,0%      |            |            |
| Waga roku                           |        | 0,0%        | 20,0%      | 40,0%      | 40,0%      | 0,0%       | 20,0%      | 40,0%      | 40,0%      |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b> |        | <b>53,3</b> |            |            |            |            |            |            |            |

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

## Rachunek wyników

| (mln PLN)                              | 2006/07        | 2007/08        | 2008/09P       | 2009/10P       | 2010/11P       | 2011/12P       | 2012/13P       |
|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>          | <b>2 205,3</b> | <b>2 503,5</b> | <b>2 371,5</b> | <b>2 183,6</b> | <b>2 394,4</b> | <b>2 593,6</b> | <b>2 754,2</b> |
| <i>zmiana</i>                          | 8,6%           | 13,5%          | -5,3%          | -7,9%          | 9,7%           | 8,3%           | 6,2%           |
| Koszt własny sprzedaży                 | 1 821,7        | 1 867,7        | 1 816,4        | 1 825,5        | 2 045,4        | 2 172,5        | 2 226,3        |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 383,6          | 635,8          | 555,1          | 358,1          | 348,9          | 421,1          | 527,9          |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>       | 17,4%          | 25,4%          | 23,4%          | 16,4%          | 14,6%          | 16,2%          | 19,2%          |
| Koszty sprzedaży                       | 153,9          | 168,0          | 162,4          | 169,2          | 176,1          | 184,8          | 186,8          |
| Koszty ogólnego zarządu                | 70,7           | 82,8           | 80,0           | 83,4           | 86,7           | 91,0           | 92,0           |
| Pozostała działalność operacyjna netto | -7,6           | -26,3          | -15,0          | -15,0          | -15,0          | -15,0          | -15,0          |
| <b>EBIT</b>                            | <b>151,4</b>   | <b>358,7</b>   | <b>297,7</b>   | <b>90,6</b>    | <b>71,1</b>    | <b>130,2</b>   | <b>234,0</b>   |
| <i>zmiana</i>                          | -3,5%          | 136,9%         | -17,0%         | -69,6%         | -21,5%         | 83,1%          | 79,7%          |
| <i>marża EBIT</i>                      | 6,9%           | 14,3%          | 12,6%          | 4,1%           | 3,0%           | 5,0%           | 8,5%           |
| Wynik na działalności finansowej       | 7,0            | 42,6           | -87,4          | 44,5           | 12,4           | 10,1           | 15,0           |
| 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            | 1,0            |
| <b>Zysk brutto</b>                     | <b>158,5</b>   | <b>401,4</b>   | <b>210,3</b>   | <b>135,1</b>   | <b>83,5</b>    | <b>140,3</b>   | <b>249,1</b>   |
| Podatek dochodowy                      | 28,5           | 70,6           | 40,0           | 25,7           | 15,9           | 26,7           | 47,3           |
| Udziałowcy mniejszościowi              | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 1,0            |
| <b>Zysk netto</b>                      | <b>130,0</b>   | <b>330,8</b>   | <b>170,3</b>   | <b>109,4</b>   | <b>67,7</b>    | <b>113,7</b>   | <b>201,8</b>   |
| <i>zmiana</i>                          | 3,0%           | 154,5%         | -48,5%         | -35,8%         | -38,2%         | 68,0%          | 77,5%          |
| <i>marża</i>                           | 5,9%           | 13,2%          | 7,2%           | 5,0%           | 2,8%           | 4,4%           | 7,3%           |
| Amortyzacja                            | 99,9           | 74,0           | 74,3           | 88,0           | 96,8           | 97,9           | 98,7           |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>251,4</b>   | <b>432,8</b>   | <b>372,0</b>   | <b>178,6</b>   | <b>167,9</b>   | <b>228,1</b>   | <b>332,7</b>   |
| <i>zmiana</i>                          | -8,4%          | 72,2%          | -14,0%         | -52,0%         | -6,0%          | 35,8%          | 45,9%          |
| <i>marża EBITDA</i>                    | 11,4%          | 17,3%          | 15,7%          | 8,2%           | 7,0%           | 8,8%           | 12,1%          |
| 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           | 8,9            | 5,7            | 3,5            | 5,9            | 10,6           |
| CEPS                                   | 12,0           | 21,2           | 12,8           | 10,3           | 8,6            | 11,1           | 15,7           |
| ROAE                                   | 10,7%          | 23,7%          | 10,8%          | 6,6%           | 4,0%           | 6,4%           | 10,6%          |
| ROAA                                   | 7,9%           | 18,2%          | 8,6%           | 5,3%           | 3,1%           | 5,1%           | 8,5%           |



## Bilans

| (mln PLN)                         | 2006/07        | 2007/08        | 2008/09P       | 2009/10P       | 2010/11P       | 2011/12P       | 2012/13P       |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTYWA</b>                     | <b>1 665,5</b> | <b>1 967,9</b> | <b>1 991,3</b> | <b>2 137,5</b> | <b>2 191,5</b> | <b>2 295,9</b> | <b>2 468,0</b> |
| <b>Majątek trwały</b>             | <b>659,1</b>   | <b>785,4</b>   | <b>941,1</b>   | <b>1 155,3</b> | <b>1 283,4</b> | <b>1 285,6</b> | <b>1 286,9</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe            | 620,4          | 662,4          | 817,5          | 1 031,5        | 1 159,7        | 1 161,8        | 1 163,1        |
| Wartości niematerialne i prawne   | 8,5            | 10,5           | 11,2           | 11,3           | 11,3           | 11,3           | 11,3           |
| Należności długoterminowe         | 3,3            | 75,5           | 75,5           | 75,5           | 75,5           | 75,5           | 75,5           |
| Pozostałe aktywa trwałe           | 26,9           | 36,9           | 36,9           | 36,9           | 36,9           | 36,9           | 36,9           |
| <b>Majątek obrotowy</b>           | <b>1 006,4</b> | <b>1 182,5</b> | <b>1 050,2</b> | <b>982,3</b>   | <b>908,1</b>   | <b>1 010,3</b> | <b>1 181,1</b> |
| Zapasy                            | 152,5          | 198,0          | 199,8          | 192,9          | 216,2          | 229,6          | 235,3          |
| Należności krótkoterminowe        | 363,0          | 355,3          | 336,5          | 341,6          | 374,6          | 405,8          | 430,9          |
| Rozliczenia międzyokresowe        | 40,9           | 48,8           | 48,8           | 48,8           | 48,8           | 48,8           | 48,8           |
| Inwestycje krótkoterminowe        | 115,2          | 4,9            | 4,9            | 4,9            | 4,9            | 4,9            | 4,9            |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalent | 334,8          | 575,4          | 460,1          | 393,9          | 263,5          | 321,2          | 461,1          |

| (mln PLN)                           | 2006/07        | 2007/08        | 2008/09P       | 2009/10P       | 2010/11P       | 2011/12P       | 2012/13P       |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>PASYWA</b>                       | <b>1 665,5</b> | <b>1 967,9</b> | <b>1 991,3</b> | <b>2 137,5</b> | <b>2 191,5</b> | <b>2 295,9</b> | <b>2 468,0</b> |
| <b>Kapitał własny</b>               | <b>1 255,5</b> | <b>1 540,2</b> | <b>1 628,3</b> | <b>1 686,2</b> | <b>1 720,7</b> | <b>1 813,8</b> | <b>1 981,2</b> |
| 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        | 1 437,2        | 1 495,0        | 1 529,5        | 1 622,7        | 1 790,0        |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>60,6</b>    | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>     | <b>55,6</b>    | <b>55,6</b>    | <b>55,6</b>    | <b>55,6</b>    |
| Pożyczki i kredyty                  | 60,5           | 0,0            | 0,0            | 55,6           | 55,6           | 55,6           | 55,6           |
| Pozostałe                           | 0,1            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>349,5</b>   | <b>427,6</b>   | <b>363,0</b>   | <b>395,8</b>   | <b>415,3</b>   | <b>426,5</b>   | <b>431,3</b>   |
| Pożyczki i kredyty                  | 48,4           | 59,8           | 0,0            | 44,4           | 44,4           | 44,4           | 44,4           |
| Zobowiązania handlowe               | 160,2          | 178,0          | 173,1          | 161,5          | 181,0          | 192,2          | 197,0          |
| Rozliczenia międzyokresowe          | 11,7           | 19,3           | 19,3           | 19,3           | 19,3           | 19,3           | 19,3           |
| Pozostałe                           | 129,2          | 170,6          | 170,6          | 170,6          | 170,6          | 170,6          | 170,6          |
| Dług                                | 108,9          | 59,8           | 0,0            | 100,0          | 100,0          | 100,0          | 100,0          |
| Dług netto                          | -341,1         | -520,5         | -465,0         | -298,9         | -168,4         | -226,1         | -366,1         |
| (Dług netto / Kapitał własny)       | -27,2%         | -33,8%         | -28,6%         | -17,7%         | -9,8%          | -12,5%         | -18,5%         |
| (Dług netto / EBITDA)               | -1,4           | -1,2           | -1,3           | -1,7           | -1,0           | -1,0           | -1,1           |
| <b>BVPS</b>                         | <b>65,7</b>    | <b>80,6</b>    | <b>85,2</b>    | <b>88,2</b>    | <b>90,0</b>    | <b>94,9</b>    | <b>103,6</b>   |



## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                               | 2006/07       | 2007/08      | 2008/09P      | 2009/10P      | 2010/11P      | 2011/12P     | 2012/13P     |
|-----------------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>             | <b>156,4</b>  | <b>335,6</b> | <b>344,1</b>  | <b>143,1</b>  | <b>115,3</b>  | <b>168,1</b> | <b>259,4</b> |
| Zysk netto                              | 130,0         | 330,8        | 170,3         | 109,4         | 67,7          | 113,7        | 201,8        |
| Amortyzacja                             | 99,9          | 74,0         | 74,3          | 88,0          | 96,8          | 97,9         | 98,7         |
| Kapitał obrotowy                        | -61,2         | -78,7        | 12,1          | -9,8          | -36,8         | -33,4        | -26,1        |
| Pozostałe                               | -12,4         | 9,4          | 87,4          | -44,5         | -12,4         | -10,1        | -15,0        |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>           | <b>103,0</b>  | <b>-3,9</b>  | <b>-151,5</b> | <b>-255,2</b> | <b>-207,6</b> | <b>-84,4</b> | <b>-79,5</b> |
| CAPEX                                   | -86,9         | -107,5       | -230,0        | -302,2        | -225,0        | -100,0       | -100,0       |
| Inwestycje kapitałowe                   | -4,9          | -11,6        | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          |
| Pozostałe                               | 194,8         | 115,2        | 78,5          | 47,0          | 17,4          | 15,6         | 20,5         |
| <b>Przepływy finansowe</b>              | <b>-102,6</b> | <b>-91,1</b> | <b>-307,9</b> | <b>45,9</b>   | <b>-38,2</b>  | <b>-26,0</b> | <b>-39,9</b> |
| Emisja akcji                            | 0,0           | 0,5          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          |
| Dług                                    | -49,2         | -45,3        | -59,8         | 100,0         | 0,0           | 0,0          | 0,0          |
| Dywidenda (buy-back)                    | -38,2         | -32,5        | -82,2         | -51,6         | -33,2         | -20,5        | -34,4        |
| Pozostałe                               | -15,2         | -13,8        | -165,9        | -2,5          | -5,0          | -5,5         | -5,5         |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b> | <b>156,8</b>  | <b>240,6</b> | <b>-115,3</b> | <b>-66,2</b>  | <b>-130,4</b> | <b>57,7</b>  | <b>140,0</b> |
| Środki pieniężne na koniec okresu       | 334,8         | 575,4        | 460,1         | 393,9         | 263,5         | 321,2        | 461,1        |
| DPS (PLN)                               | 2,00          | 1,70         | 4,30          | 2,70          | 1,73          | 1,07         | 1,80         |
| FCF                                     | 74,9          | 176,0        | 114,1         | -159,1        | -109,7        | 68,1         | 159,4        |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)        | 3,9%          | 4,3%         | 9,7%          | 13,8%         | 9,4%          | 3,9%         | 3,6%         |

## Wskaźniki rynkowe

|                                      | 2006/07      | 2007/08 | 2008/09P | 2009/10P | 2010/11P | 2011/12P | 2012/13P |
|--------------------------------------|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| P/E                                  | 7,2          | 2,8     | 5,5      | 8,6      | 13,8     | 8,2      | 4,6      |
| P/CE                                 | 4,1          | 2,3     | 3,8      | 4,7      | 5,7      | 4,4      | 3,1      |
| P/BV                                 | 0,7          | 0,6     | 0,6      | 0,6      | 0,5      | 0,5      | 0,5      |
| P/S                                  | 0,4          | 0,4     | 0,4      | 0,4      | 0,4      | 0,4      | 0,0      |
| FCF/EV                               | 12,6%        | 42,3%   | 24,2%    | -24,9%   | -14,3%   | 9,6%     | 27,8%    |
| EV/EBITDA                            | 2,4          | 1,0     | 1,3      | 3,6      | 4,6      | 3,1      | 0,0      |
| EV/EBIT                              | 3,9          | 1,2     | 1,6      | 7,0      | 10,8     | 5,5      | 0,0      |
| EV/S                                 | 0,3          | 0,2     | 0,2      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,0      |
| DYield                               | 4,1%         | 3,5%    | 8,8%     | 5,5%     | 3,5%     | 2,2%     | 3,7%     |
| <b>Cena (PLN)</b>                    | <b>49,00</b> |         |          |          |          |          |          |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 19,1         | 19,1    | 19,1     | 19,1     | 19,1     | 19,1     | 19,1     |
| MC (mln PLN)                         | 936,6        | 936,6   | 936,6    | 936,6    | 936,6    | 936,6    | 936,6    |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 0,0          | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 1,0      | 2,0      |
| EV (mln PLN)                         | 595,5        | 416,1   | 471,6    | 637,8    | 768,2    | 711,5    | 572,6    |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[micchal.marczak@dibre.com.pl](mailto:micchal.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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[micchal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:micchal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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. Oczekiwanie 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, 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    | Redukuj    | Trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2008-08-11 | 2008-10-02 | 2008-10-31 |
| kurs z dnia rekomendacji | 109,00     | 77,60      | 55,75      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 40651,79   | 37783,08   | 28056,29   |