

28 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu



Przemysł chemiczny

Polska

Cena bieżąca	6,73 PLN
Cena docelowa	5,90 PLN
Kapitalizacja	504,8 mln PLN
Free float	132,1 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,81 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	59,43%
Akcja Rozwoju Przemysłu	8,81%
OFE PZU	5,59%

Pozostali	26,16%
-----------	--------

Prezentacja sektora

Po załamaniu rynku nawozów w końcówce 2008 roku, sytuacja powoli się stabilizuje. W przypadku nawozów NPK odbudowa wolumenów następuje znacznie wolniej niż w przypadku azotowych. Nie należy spodziewać się także istotnego wzrostu cen w tym segmencie z uwagi na ciągle bardzo wysokie stany magazynowe u producentów.

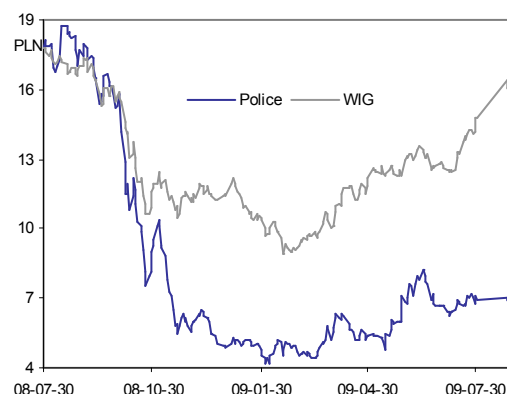
Profil spółki

ZCH Police są w Polsce liderem na rynku nawozów wieloskładnikowych i jednym z głównych graczy na rynku mocznika. Pod względem mocy produkcyjnych Police należą do ścisłej czołówki europejskiej. Spółka jest także producentem bieli tytanowej kierowanej do przemysłu farb i barwników.

Ważne daty

16.11 - publikacja raportu za 3Q'09

Kurs akcji ZCH Police na tle WIG



Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

ZCH Police Redukuj

PICE.WA; PCE PW

(Podwyższona)

Będzie lepiej, ale cena dyskontuje więcej

Po publikacji bardzo słabych danych za 2Q'09 wydaje się, że Police najgorsze mają już za sobą. Straty w kolejnych kwartałach tego roku będą już zapewne mniejsze i jest szansa na osiągnięcie break even na początku roku 2010. Otoczenie zewnętrzne pozostaje jednak bardzo niesprzyjające (zaostarzająca się konkurencja w kraju, oczekiwany spadek rentowności na moczniku, presja importowa przy mocnym złotym) i dlatego spodziewana poprawa wyników będzie następowała w naszej opinii powoli, a możliwe do osiągnięcia przychody i marże w 2010 i 2011 roku będą niższe od tych z lat 2007-08. Negatywnie na kurs akcji może wpływać także spodziewany wzrost zadłużenia na koniec tego roku związany z konwersją strat na opcjach walutowych oraz spłaty narosłych w ostatnim czasie zobowiązań przeterminowanych wobec dostawców i innych podmiotów. W tym kontekście nadal trudno tłumaczyć wyraźną premię widoczną w wycenie Polic w relacji do innych polskich spółek chemicznych (EV/EBITDA'10 premia wynosi średnio 15%). W związku z tym, że cena akcji obniżyła się od naszej ostatniej rekomendacji sprzedaj o ponad 12%, podnosimy zalecenie do redukuj, ale nadal utrzymujemy negatywne nastawienie do Spółki.

Wysokie straty w 2Q'09 i perspektywa kolejnych kwartałów

W 2Q Police zaskoczyły wzrostem ujemnej marży na sprzedaży, który wynikał przede wszystkim z niskiego wykorzystania mocy produkcyjnych oraz spadku cen nawozów. Powolna korekta cen surowców przy nadal utrzymującej się presji na notowania wyrobów gotowych (malejąca siła zakupowa rolników, którzy obecnie płacą za tonę nawozu NPK 5 ton pszenicy, podczas gdy średni poziom tego wskaźnika w latach 2005-08 wynosił 2,7), oczekiwane pogorszenie marż w przypadku mocznika (spadek cen o 30% w czerwcu przy stałej cenie gazu) oraz presja importowa przy mocnym złotym utrudnią naszym zdaniem szybką poprawę wyników. Osiągnięcie dodatnich wyników operacyjnych już w 1Q'10 wydaje się scenariuszem pozytywnym.

Plany cięcia kosztów i dezinvestycji

Zarząd przedstawił efekty programu cięcia kosztów i planowane wpływy ze sprzedaży spółek zależnych. W naszej opinii choć planowane oszczędności wyglądają w skali roku imponująco (wydatki operacyjne+koszty wynagrodzeń -200 mln PLN) to w istotnej części mają one związek z planowanym trwałym wyłączeniem części instalacji z użytkowania (implikuje to spadek potencjału produkcyjnego) i ograniczeniem remontów oraz bieżących napraw i przeglądów (w części są to przesunięcia kosztów na kolejne okresy). Oznacza to tyle, że w przypadku powrotu koniunktury nie należy oczekiwać że te cięcia zadziałają jako efekt dźwigni skokowo poprawiający wyniki. Proponowane przez kierownictwo Spółki dezinvestycje oceniamy pozytywnie. Wstępnie, bazując na dostępnych danych, szacujemy wpływy ze sprzedaży spółek zależnych na około 60 mln PLN, ale jednocześnie zwracamy uwagę że przy uwzględnianiu tej kwoty w wycenie trzeba podnieść prognozę skonsolidowanych kosztów o marżę na outsourcingu usług wykonywanych do tej pory przez te podmioty.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1824,2	2403,6	1581,4	1441,6	1734,9
EBITDA	235,1	230,1	-184,7	110,5	140,7
marża EBITDA	12,9%	9,6%	-11,7%	7,7%	8,1%
EBIT	187,5	164,0	-264,8	25,5	55,6
Zysk netto	204,0	28,7	-248,1	8,9	38,5
DPS	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	2,5	17,6	-	56,9	13,1
P/CE	2,0	5,3	-	5,4	4,1
P/BV	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	1,5	2,2	-	5,9	4,1
DYield	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

2Q'09- Niskie przychody i wyższa strata na sprzedaży

Police w 2Q'09 zaskoczyły negatywnie praktycznie na wszystkich poziomach rachunku wyników. Niższe niż oczekiwaliśmy przychody to efekt przede wszystkim słabych wolumenów sprzedaży nawozów NP i NPK, mimo prowadzonych promocji na rynku krajowym. Ujemna marża brutto na sprzedaży w 2Q wyniosła -12% wobec -5,3% w 1Q, co wskazuje na jeszcze większą determinację Spółki w walce o bieżącą płynność poprzez sprzedaż zapasów poniżej kosztów produkcji przy spadku rynkowych cen nawozów. Na poziomie operacyjnym strata dodatkowo została wzmocniona poprzez jednorazowe odpisy wartości aktywów w kwocie -44 mln PLN. Wynik netto ostatecznie ukształtował się na poziomie -53 mln PLN, głównie dzięki pozytywnej wycenie hedgingu (+38 mn PLN) oraz aktywa podatkowego w kwocie 28 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZCh Police

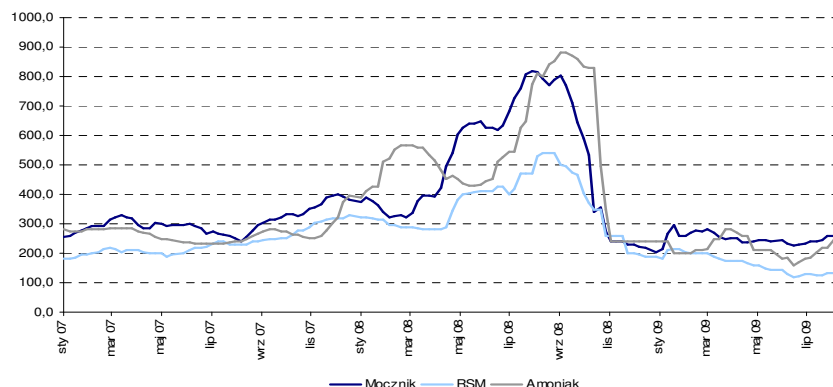
(mln PLN)	IIQ 2009	IIQ2008	zmiana	IIQ 09P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs. konsensus	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	355,4	779,2	-54%	550,6	-35%	450,0	-21%	873,4	1 486,3	-41%
EBITDA	-102,7	154,7	-	1,3	-	-32,6	-	-168,7	320,4	-153%
marża EBITDA	-28,9%	19,9%	-	0,23%	-	-7,2%	-	-19,32%	21,56%	-
EBIT	-122,0	138,2	-	-19,4	-	-51,2	-	-208,7	288,5	-172%
Zysk brutto	-81,7	147,1	-	13,5	-	-	-	-251,2	302,4	-183%
Zysk netto	-53,6	122,2	-	10,9	-	-19,1	-	-228,2	252,8	-190%

Źródło: Police, szacunki DI BRE, PAP

W 2Q'09 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły -112 mln PLN z uwagi na konieczność spłaty części zaległych zobowiązań. Spółka poprzez wykorzystanie dostępnych linii kredytowych zwiększyła dług netto do 51,8 mln PLN. Do tej kwoty należy doliczyć pozostające do spłaty przeterminowane zobowiązania wobec dostawców (125 mln PLN) oraz zobowiązania publicznoprawne (54 mln PLN) oraz aktualną wartość straty na instrumentach zabezpieczających (przy kursie 4,11 EUR/PLN szacujemy ją na 90 mln PLN). Po uregulowaniu tych pozycji łączny dług netto Polic wzrośnie do 320 mln PLN. Przy obecnej kapitalizacji implikowany wskaźnik EV/EBITDA na rok 2010 wynosi 6,6 i jest on najwyższy wśród polskich spółek chemicznych (średnio 5-6 EV/EBITDA), co w kontekście znacznie wyższego ryzyka jakim obciążona jest inwestycja w Police wydaje się nam nieuzasadnione.

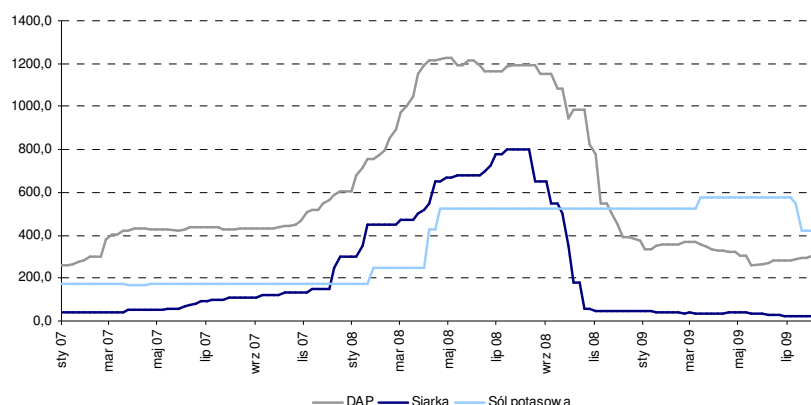
W raporcie za 2Q Zarząd przedstawił dotychczasowy poziom realizacji programu restrukturyzacji, który miał przynieść w 2009 roku 300 mln PLN. Według kierownictwa wykonanie tych założeń na początek sierpnia wyniosło 56%, czyli 168 mln PLN, w tym 79 mln PLN stanowiła redukcja kosztów operacyjnych (na cały rok planowano 124 mln PLN), 29,7 mln PLN redukcja kosztów zatrudnienia i 59 mln PLN aktywizacja handlu. Oznacza to, że baza kosztowa z pierwszego półrocza w kolejnych kwartałach już raczej nie będzie obniżona i ewentualna poprawa wyników będzie w dużej mierze funkcją poprawy wolumenów i obniżek cen soli potasowej. W naszej opinii znaczącego odbicia w sprzedaży oczekiwać jednak nie należy w kontekście obserwowanych trendów na rynku nawozowym. Powinna jednak nastąpić poprawa rentowności w związku ze spadkiem kosztów surowcowych.

Ceny nawozów azotowych w USD/t



Źródło: Bloomberg

Ceny DAP, soli potasowej i siarki w USD/t



Źródło: Bloomberg

Plany restrukturyzacyjne

Sprzedaż aktywów

Zarząd Polic w ramach programu restrukturyzacji zdecydował wstępnie o zbyciu części aktywów i spółek zależnych, które nie są elementem podstawowej działalności Spółki. Wśród potencjalnych dezinvestycji znalazło się 6 spółek zależnych, 2 spółki z mniejszościowym udziałem Polic (Budchem i Kemipol), Infrapark Police, ośrodek szkoleniowo-wypoczynkowy Brzózki oraz grunty zlokalizowane wokół zakładów.

Spółki zależne ZCH Police przeznaczone do sprzedaży

(tys. PLN)	Działalność	Przychody 2008	Zysk netto 2008	Przychody średnie 2005-2008	Szacowany średni zysk netto	Wartość bilansowa (2008)	Wycena wskaźnikowa (10 P/E)
Automatika	serwis inżynieryjno- techniczny montaż instalacji elektrycznych	27 106	2 110	21 493	430	867	4 299
Centrum	prace remontowe	37 541	3 869	26 974	944	1 398	9 441
Remech	prace remontowe	160 522	7 174	104 314	3651	6 227	36 510
Supra	dystribucja nawozów samochodowe usługi	3 039	-967	4 058	203	8 886	2 029
Transtech	transportowe	33 992	755	30 763	461	7 140	4 614
Koncept	usługi projektowe	6 944	467	5 117	409	518	4 093
Łącznie	-	269 144	13 408	192 719	6 099	25 036	60 986

Źródło: Police, szacunki DI BRE

W powyższej tabeli przedstawiliśmy zestawienie spółek zależnych przeznaczonych do sprzedaży wraz z ich krótką charakterystyką oraz danymi finansowymi. Ze względu na ograniczoną dostępność informacji na ich temat przeprowadziliśmy tylko szacunkową wycenę wskaźnikową w oparciu o historyczny średni poziom przychodów i rentowności oraz arbitralnie przyjęty mnożnik P/E=10. Jeśli chodzi o spółki remontowo-projektowe (Automatika, Centrum, Remech, Koncept) to w kontekście oceny ich rynkowej wartości należy uwzględnić fakt, że praktycznie 90% ich przychodów jest generowane na współpracy z Policami, co oczywiście nie będzie miało wpływu na potencjalne oferty cenowe ze strony zainteresowanych firm budowlanych (niestabilność przychodów bezpośrednio zależna od sytuacji finansowej Polic oraz brak doświadczenia rynkowego). W przypadku firm Supra i Transtech, wycena wskaźnikowa mocno odbiega od ich wartości księgowej, co częściowo może mieć związek z zaniżoną rentownością wynikającą z umów ze spółką matką. Szacując potencjalny wpływ sprzedaży wszystkich powyższych podmiotów na wycenę ZCH Police należy mieć jeszcze na uwadze to, iż te transakcje obok jednorazowego zastrzyku gotówki (ważny aspekt płynnościowy) przyniosą także wzrost kosztów outsourcingu tych usług w kolejnych okresach sprawozdawczych. Skala tego wzrostu będzie zależała od ostatecznych umów z nabywcami, ale może sięgać od kilku do kilkunastu mln PLN rocznie. Planowany termin zbycia powyższych spółek to pierwsze półrocze 2010 roku.

W przypadku spółek Budchem (udział Polic 49%, budownictwo przemysłowe) i Kemipol (udział Polic 34%, wytwarzanie koagulantów do oczyszczania ścieków) ze względu na brak

dodatkowych informacji, potencjalne wpływy z ich sprzedaży można jedynie odnosić do obecnej ich wyceny księgowej, która nie jest znacząca i wynosi 1,6 mln PLN.

Kwestia polickiego Infraparku (park przemysłowo-technologiczny z infrastrukturą oraz zachętami inwestycyjnymi) jest trochę bardziej skomplikowana i wydaje się, że ewentualne gotówkowe przepływy będą odłożone w czasie. Spółka zamierza bowiem poszukać potencjalnego partnera do tego projektu na razie jeszcze nie ma sprecyzowanej koncepcji czy będzie chciała odsprzedać swoje udziały (ich wartość księgowa to 7,6 mln PLN – Police posiadają niecałe 53%, pozostałe udziały należą do gminy, Uniwersytetu Szczecińskiego i ARR). Podobnie wygląda sytuacja z ośrodkiem wypoczynkowych w Brzózkach, którego aktywa netto Zarząd szacuje na 5 mln PLN.

Sprzedaż gruntów należących do ZCH Police jest rozpatrywana w kontekście ewentualnej propozycji dla inwestora z sektora energetycznego, który mógłby zlokalizować w sąsiedztwie fabryki elektrownię zawodową (wstępnie przeznaczono na to 33 ha gruntu o szacunkowej wartości 33 mln PLN). Spółka analizuje także koncepcję wydzielenia z Grupy swoich elektrociepłowni i wniesienia ich do nowej spółki, w której partner branżowy objąłby do 50% udziałów. Transakcja ta nie będzie w naszej opinii miała wpływu na wycenę Polic (dodatkowe koszty zakupu ciepła i energii), ale może przynieść istotny zastrzyk gotówki (kilkadziesiąt mln PLN).

Redukcja kosztów

W reakcji na drastyczny spadek wolumenów i konieczność neutralizacji strat na sprzedaży Zarząd zdecydował się na program redukcji kosztów operacyjnych obejmujący zarówno wydatki związane z remontami i utrzymaniem instalacji, jak i koszty osobowe (zwolnienia, rezygnacja z premii). Zakładane na ten rok oszczędności w tych grupach mają wynieść odpowiednio 124,5 mln PLN i 77 mln PLN. Do sierpnia udało się z tego zrealizować 109 mln PLN, a więc ponad połowę. Oznacza to, że w drugim półroczu 2009 nie uda się już obniżyć bazy kosztowej w relacji do 1H'09. W naszej opinii istotne cięcia kosztów w zakresie remontów są możliwe z uwagi na niski poziom wykorzystania mocy produkcyjnych oraz planowane przez Zarząd trwałe wyłączenie z eksploatacji 2 z 6 ciągów produkcyjnych nawozów NPK oraz 1 z 2 linii amoniaku. W tym kontekście, w scenariuszu poprawy otoczenia rynkowego nie należy oczekiwać dodatkowego rozszerzenia marży o tę kwotę, właśnie ze względu na niższe wolumeny sprzedaży (przypominamy, że w czasie ostatniej hossy nawozowej Spółka zarabiała na sprzedaży amoniaku i na eksportowej sprzedaży nawozów NPK).

Założenia makroekonomiczne

USD/Bbl	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
cena mocznika EUR/t	178	178	225	350	180	231	252	276	289	289	289	289	289	289
cena DAP w USD/t	247	260	423	974	320	391	438	460	482	482	482	482	482	482
średnia cena NPK EUR/t	191	192	230	441	371	324	318	348	365	365	365	365	365	365
cena amoniaku USD/t	241	243	268	529	215	244	259	285	299	299	299	299	299	299
Produkcja tys. ton														
mocznik	362	367	375	322	330	330	530	530	530	530	530	530	530	530
NP	368	499	384	202	180	250	350	350	350	350	350	350	350	350
NPK	803	711	844	687	430	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Biel tytanowa	41	42	38	41	38	30	30	30	30	30	30	30	30	30
cena gazu w PLN/tys. m3														
	589	773	862	956	1 024	955	1 011	1 060	1 077	1 081	1 085	1 088	1 090	1 091
cena kwasu fosforowego USD/t	390	390	501	1 650	1 150	543	575	590	618	618	618	618	618	618
indeks cen soli potasowej (2005=100)	100	106	125	411	399	203	215	220	231	231	231	231	231	231
kurs USD/PLN														
	3,23	3,11	2,77	2,42	3,11	2,96	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
kurs EUR/PLN														
	4,02	3,90	3,78	3,48	4,32	3,91	3,80	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Źródło: Bloomberg, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji ZCH Police wyznaczamy na 5,9 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	5,2
Wycena DCF	50%	5,7
	cena wynikowa	5,5
	cena docelowa za 9 m-cy	5,9

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Model uwzględnia przedstawione założenia makroekonomiczne.
2. W roku 2018 amortyzacja jest niższa niż CAPEX, dlatego przy obliczaniu wartości rezydualnej, korygujemy wielkość amortyzacji do 65,0 mln PLN.
3. Dług netto w modelu DCF zwiększamy o 90 mln PLN wynikające z istniejących przy aktualnym kursie EUR/PLN zobowiązań wynikających z opcji walutowych. Jednocześnie pozycję tą obniżamy o szacunkową wartość spółek zależnych przeznaczonych do sprzedaży (60 mln PLN bez uwzględnienia gruntów opisanych w poprzednim rozdziale). Z uwagi na fakt, że te spółki świadczą usługi na rzecz podstawowej działalności Polic, podnosimy poziom kosztów na kolejne lata o marżę przesuniętą do podmiotów zewnętrznych.
4. W pozycji zmian kapitału obrotowego w roku 2009 uwzględniamy oczekiwany spadek zobowiązań związany ze spłatą zaległych faktur za dostawy surowców i zobowiązań publicznoprawnych (finansowany z kredytu bankowego).
5. Poziom EBITDA dla roku 2009 oczyszczamy o niegotówkową pozycję odpisów na utratę wartości aktywów w kwocie -44 mln PLN.
6. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2018.
7. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,1% (6,1% w latach prognozy), współczynnik beta na poziomie 1,1.

Model DCF wyceny akcji ZCH Police

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	1 581	1 442	1 735	1 745	1 820	1 824	1 829	1 833	1 837	1 842	1 846
zmiana	-34,2%	-8,8%	20,3%	0,6%	4,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,5%
EBITDA	-140,6	110,5	140,7	135,9	146,4	143,3	139,9	136,7	134,3	132,6	132,9
marża EBITDA	-8,9%	7,7%	8,1%	7,8%	8,0%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%	7,2%	7,2%
Amortyzacja	80,1	85,1	85,1	78,8	73,8	71,5	70,2	70,3	60,9	60,2	65,0
EBIT	-220,7	25,5	55,6	57,1	72,6	71,8	69,7	66,4	73,4	72,4	68,0
marża EBIT	-14,0%	1,8%	3,2%	3,3%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%	4,0%	3,9%	3,7%
Opodatkowanie EBIT	-41,9	4,8	10,6	10,9	13,8	13,6	13,2	12,6	14,0	13,8	12,9
NOPLAT	-178,8	20,6	45,0	46,3	58,8	58,2	56,5	53,8	59,5	58,6	55,1
CAPEX	-70,0	-100,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0	-65,0
Kapitał obrotowy	60,7	138,2	19,7	7,7	-7,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-107,9	143,9	84,8	67,7	60,1	64,2	61,2	58,7	54,9	53,4	54,6
WACC	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
współczynnik dyskonta	94,6%	85,5%	76,9%	68,9%	61,8%	55,3%	49,6%	44,4%	39,8%	35,7%	35,7%
PV FCF	-102,1	123,0	65,3	46,7	37,1	35,5	30,4	26,1	21,9	19,1	
WACC	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
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	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
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	26,4%	17,0%	8,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

Wzrost FCF po okresie prognozy

0,0% **Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)

470,1

Wzrost FCF w nieskończoności

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

167,7

0,0% 1,0% 2,0% 3,0% 4,0%

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

302,9

Wartość firmy (EV)

470,6

Dług netto

36,1

Udziałowcy mniejszościowi

5,9

Wartość aktywów nieoperacyjnych

0,0

Wartość firmy

428,7

Liczba akcji (mln)

75,0

Wartość firmy na akcję (PLN)
5,7

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,7%

Cena docelowa
6,2

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej

-3,6

P/E('09) dla ceny docelowej

-1,9

Udział TV w EV

36%

Wycena porównawcza

Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki chemiczne z Europy Zachodniej oraz jednego producenta rosyjskiego. Celowo wzięliśmy pod uwagę firmy działające w skrajnie różnych otoczeniach rynkowych, aby uśrednić niejako wycenę ZCH Police. 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. W wycenie Polic uwzględniamy tylko wskaźniki z lat 20010-11 z uwagi na prognozowane straty zarówno netto jak i EBITDA w roku bieżącym.

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
Agrium	48,79	5,9	12,9	9,0	8,6	4,3	8,6	6,3	6,1
DSM	26,14	8,1	23,5	17,6	12,7	4,8	8,3	7,0	6,1
K+S	38,90	6,8	23,8	12,1	9,4	4,4	10,8	6,8	5,6
Puławy	86,45	6,4	12,9	11,5	9,9	2,6	7,0	5,2	4,4
Silvinit	413,45	3,4	6,1	3,7	2,8	3,3	5,4	3,5	2,6
Yara	177,50	5,0	15,7	9,5	8,8	3,9	10,8	7,1	6,6
Maksimum		8,1	23,8	17,6	12,7	4,8	10,8	7,1	6,6
Minimum		3,4	6,1	3,7	2,8	2,6	5,4	3,5	2,6
Mediana		6,1	14,3	10,5	9,1	4,1	8,5	6,5	5,9
Police	6,73	17,6	-2,0	56,9	13,1	3,2	-5,2	6,6	5,2
(premia / dyskonto)		186,8%	-114,2%	-	44,5%	-23,6%	-161,0%	-	-12,1%
Implikowana wycena									
Mediana		6,1	14,3	10,5	9,1	4,1	8,5	6,5	5,9
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)		5,2							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008 (dług Polic skorygowany o konwertowane zobowiązania z hedgingu i wartość spółek zależnych)



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 676,2	1 824,2	2 403,6	1 581,4	1 441,6	1 734,9	1 744,7
<i>zmiana</i>	<i>0,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>31,8%</i>	<i>-34,2%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>20,3%</i>	<i>0,6%</i>
EBIT, w tym	-288,6	187,5	164,0	-264,8	25,5	55,6	57,1
Segment nawozowy	-224,2	301,5	293,3	-186,0	76,8	104,6	106,5
Segment bieli tytanowej	-13,5	-74,7	-76,7	-20,5	-3,6	-1,3	-1,7
Segment pozostałe	11,1	11,3	-7,9	-8,6	-3,0	-2,9	-2,9
Koszty nieprzypisane	-61,9	-50,6	-44,8	-49,8	-44,8	-44,8	-44,8
EBIT oczyszczony	-56,9	163,7	162,7	-220,7	25,5	55,6	57,1
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-235,7%</i>	<i>-111,5%</i>	<i>118,2%</i>	<i>2,7%</i>
<i>marża EBIT oczyszczona</i>	<i>-3,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,3%</i>
Segment nawozowy	-16,3	195,8	260,7	-158,4	76,8	104,6	106,5
Segment bieli tytanowej	-6,3	8,6	-43,7	-6,0	-3,6	-1,3	-1,7
Segment pozostałe	27,6	9,9	-9,5	-6,6	-3,0	-2,9	-2,9
Wynik na działalności finansowej	-4,9	17,0	-128,4	-10,8	-14,5	-8,0	-3,0
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	1,0	2,0
Zysk brutto	-289,1	208,4	41,2	-275,6	10,9	47,6	54,1
Podatek dochodowy	15,6	3,9	12,6	-27,6	2,1	9,0	10,3
Udziałowcy mniejszościowi	-0,4	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-304,3	204,0	28,7	-248,1	8,9	38,5	43,8
<i>zmiana</i>	<i>-496,8%</i>	<i>-167,0%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-963,0%</i>	<i>-103,6%</i>	<i>334,5%</i>	<i>13,7%</i>
<i>marża</i>	<i>-18,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>-15,7%</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>
Amortyzacja	62,1	47,7	66,1	80,1	85,1	85,1	78,8
EBITDA	-226,4	235,1	230,1	-184,7	110,5	140,7	135,9
<i>zmiana</i>	<i>-279,5%</i>	<i>-203,8%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-161,1%</i>	<i>-178,6%</i>	<i>27,3%</i>	<i>-3,5%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>-13,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>9,6%</i>	<i>-11,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
EPS	-4,1	2,7	0,4	-3,3	0,1	0,5	0,6
CEPS	-3,2	3,4	1,3	-2,2	1,3	1,6	1,6
ROAE	-34,3%	24,7%	3,1%	-29,8%	1,2%	5,2%	5,6%
ROAA	-23,0%	15,9%	1,8%	-15,5%	0,7%	3,0%	3,4%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 212,8	1 359,0	1 866,6	1 337,0	1 283,9	1 305,3	1 293,9
Majątek trwały	625,4	800,0	926,1	872,0	886,9	866,8	853,0
Rzeczowe aktywa trwałe	576,3	726,5	810,1	756,2	771,4	751,3	737,6
Wartości niematerialne i prawne	2,0	2,7	4,8	4,6	4,4	4,3	4,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,1	0,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe aktywa trwałe	47,0	70,2	109,6	109,6	109,6	109,6	109,6
Majątek obrotowy	587,5	559,0	940,5	465,0	397,0	438,6	440,9
Zapasy	157,0	197,9	608,0	237,2	187,4	190,8	191,9
Należności krótkoterminowe	243,0	205,3	191,1	205,6	187,4	225,5	226,8
Rozliczenia międzyokresowe	5,5	1,2	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	182,0	154,6	139,4	20,3	20,3	20,3	20,3

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 212,8	1 359,0	1 866,6	1 337,0	1 283,9	1 305,3	1 293,9
Kapitał własny	723,3	927,2	956,0	707,9	716,8	755,3	799,1
Kapitał akcyjny	862,1	862,1	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
Pozostałe kapitały własne	-138,9	65,1	206,0	-42,1	-33,2	5,3	49,1
Zobowiązania długoterminowe	57,2	64,7	90,3	90,3	90,3	90,3	90,3
Pożyczki i kredyty	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	55,8	64,7	90,3	90,3	90,3	90,3	90,3
Zobowiązania krótkoterminowe	427,9	361,1	813,6	532,1	470,2	453,1	397,9
Pożyczki i kredyty	55,2	0,0	145,2	274,2	167,1	88,8	23,5
Zobowiązania handlowe	244,3	265,6	398,4	102,8	173,0	234,2	244,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	128,4	95,5	270,1	155,1	130,1	130,1	130,1
Dług	56,6	0,0	145,2	274,2	167,1	88,8	23,5
Dług netto	-125,5	-154,5	5,8	253,9	146,8	68,5	3,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-17,3%	-16,7%	0,6%	35,9%	20,5%	9,1%	0,4%
(Dług netto / EBITDA)	0,6	-0,7	0,0	-1,8	1,3	0,5	0,0
BVPS	9,6	12,4	12,7	9,4	9,6	10,1	10,7



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	26,0	174,1	-27,8	-167,4	221,6	151,4	133,3
Zysk netto	-304,3	204,0	28,7	-248,1	8,9	38,5	43,8
Amortyzacja	62,1	47,7	66,1	80,1	85,1	85,1	78,8
Kapitał obrotowy	64,9	10,2	-151,0	60,7	113,2	19,7	7,7
Pozostałe	203,3	-87,8	26,9	-60,2	14,5	8,0	3,0
Przepływy inwestycyjne	-60,3	-158,2	-158,3	-66,0	-99,0	-64,0	-64,0
CAPEX	-59,0	-172,5	-164,2	-70,0	-100,0	-65,0	-65,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	105,9	15,1	5,9	4,0	1,0	1,0	1,0
Przepływy finansowe	21,5	-43,4	171,0	114,2	-122,6	-87,4	-69,3
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	55,8	-56,4	144,9	129,0	-107,1	-78,3	-65,3
Dywidenda (buy-back)	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,9	13,0	26,1	-14,8	-15,5	-9,0	-4,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-12,8	-27,6	-15,1	-119,2	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	182,0	154,6	139,4	20,3	20,3	20,3	20,3
DPS (PLN)	0,29	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-236,1	68,9	-97,7	-122,3	121,6	86,4	68,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,5%	9,5%	6,8%	4,4%	6,9%	3,7%	3,7%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	-	2,5	17,6	-	56,9	13,1	11,5
P/CE	-	2,0	5,3	-	5,4	4,1	4,1
P/BV	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
FCF/EV	-62,3%	19,7%	-19,1%	-16,1%	18,7%	15,1%	13,4%
EV/EBITDA	-	1,5	2,2	-	5,9	4,1	3,7
EV/EBIT	-	2,1	3,1	-	25,6	10,3	8,9
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,3	0,3
DYield	4,3%	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	6,73						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
MC (mln PLN)	504,8	504,8	504,8	504,8	504,8	504,8	504,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	4,5	5,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
EV (mln PLN)	379,3	350,2	510,5	758,7	651,6	573,3	508,0



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, 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

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. 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 ZCH Police

rekomendacja	Trzymaj	Sprzedaj
data wydania	2009-03-16	2009-06-04
kurs z dnia rekomendacji	4,41	6,99
WIG w dniu rekomendacji	23176,70	31030,61