



16 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Przemysł chemiczny**

Polska

ZCH Police**Trzymaj**

PICE.WA; PCE PW

(Niezmieniona)

Cena bieżąca	4,41 PLN
Cena docelowa	6,20 PLN
Kapitalizacja	330,8 mln PLN
Free float	86,5 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,72 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

Pozostali

26,16%

Prezentacja sektora

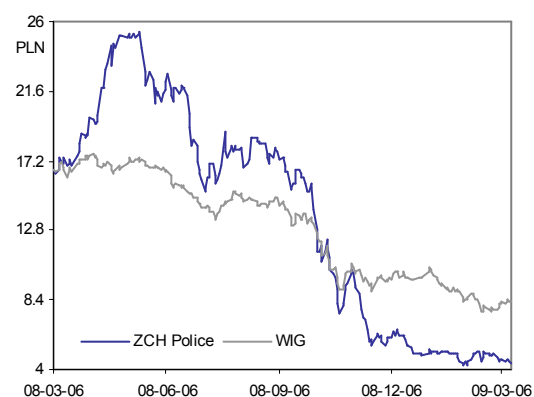
Po załamaniu rynku nawozów w końcówce 2008 roku, sytuacja powoli się stabilizuje. W przypadku nawozów NPK odbudowa wolumenów następuje znacznie wolniej niż w przypadku azotowych. Nie należy spodziewać się także istotnego wzrostu cen w tym segmencie z uwagi na ciągle bardzo wysokie stany magazynowe u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

29.04- publikacja raportu za rok 2008
15.05- publikacja raportu za 1Q'09

Kurs akcji ZCH Police na tle WIG**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki szybko się nie poprawiają

ZCH Police są obecnie wyceniane na 340 mln PLN, co przy założeniu powrotu średnich poziomów rentowności w nawozach NPK w roku 2010 implikowałoby atrakcyjny wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 3,0. W naszej opinii nie jest to jednak jeszcze dobry moment na budowanie pozycji nawet dla inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym. W 2009 roku Spółka może bowiem jeszcze generować straty i powiększać swój dług netto, co będzie wynikać z konieczności uregulowania zaległych zobowiązań handlowych (177 mln PLN) oraz oczekiwanej ujemnej marży na sprzedaży nawozów lub kolejnych przeszacowań zapasów (efekt surowców nagromadzonych po rekordowych cenach) oraz zamykaniem części stratnych pozycji na hedgingu (jeśli nie uda się ich zrolować na kolejne lata to odpływ gotówki z tego tytułu może przy naszych założeniach kursów walutowych sięgnąć 80 mln PLN). Z tego właśnie względu nadal utrzymujemy nasze neutralne nastawienie do Spółki.

Wyniki 4Q poniżej oczekiwań, 1H'09 nadal będzie trudne

Spółka w 4Q'08 wygenerowała aż 236 mln PLN straty operacyjnej, która na poziomie netto został jeszcze zwiększona przez wycenę walutowych instrumentów pochodnych. W dużym stopniu na wynik EBIT wpłynęły odpisy na zapasach sięgające około 150 mln PLN, ale w naszej opinii to koniec rezerw związanych z utratą wartości majątku Spółki. Stan bilansowy magazynów na koniec grudnia, mimo wspomnianego przeszacowania, niewiele się zmienił i nadal przekracza 600 mln PLN, na co składają się nawozy wieloskładnikowe oraz zapasy soli potasowej i fosforytów. W związku z sytuacją rynkową oraz ryzykiem spadku cen soli (na razie utrzymują się na rekordowych poziomach!) widzimy tutaj pole do księgowania kolejnych strat. Wraz z ujemną wyceną opcji walutowych w 1Q zadecyduje to o bardzo słabych wynikach pierwszego półrocza i ostatecznie rocznej stracie netto.

Dramatyczny spadek wolumenów w 4Q, a perspektywy na 2009

Wyniki Polic za ostatni kwartał 2008 roku odzwierciedlają skalę załamania na rynku nawozów wieloskładnikowych. Spółka w końcówce roku praktycznie nie sprzedawała produktów NP i NPK, a łączny wolumen ilościowy w tym segmencie, który udało się osiągnąć przede wszystkim na moczniku, wyniósł tylko 90 tys. ton vs. 290 tys. ton w 3Q'08 i 415 tys. ton w 4Q'07. Pierwsze miesiące 2009 roku nie przyniosły znaczącej poprawy w tym zakresie i naszym zdaniem sytuacja może znacząco się nie zmienić w dalszej części roku. O ile bowiem na rynku nawozów azotowych spodziewamy się szybkiej odbudowy wolumenów przy obecnych niskich cenach, to w przypadku mieszanek wieloskładnikowych, po roku bardzo dużego zwiększenia ich aplikacji przez rolników, bardzo prawdopodobne jest ograniczenie sprzedaży w związku z obniżeniem rentowności produkcji zbóż i roślin energetycznych.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1824,2	2403,7	1604,8	1959,7	2373,7
EBITDA	235,1	229,3	-6,3	114,8	136,4
marża EBITDA	12,9%	9,5%	-0,4%	5,9%	5,7%
EBIT	187,5	163,2	-67,5	53,8	74,2
Zysk netto	204,0	28,8	-98,8	40,7	61,8
DPS	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	1,6	11,5	-3,3	8,1	5,4
P/CE	1,3	3,5	-8,8	3,3	2,7
P/BV	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	0,7	1,5	-67,0	2,8	1,8
DYield	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

4Q'08- niższe wolumeny, ujemny cash flow operacyjny

Skonsolidowane wyniki kwartalne ZCh Police

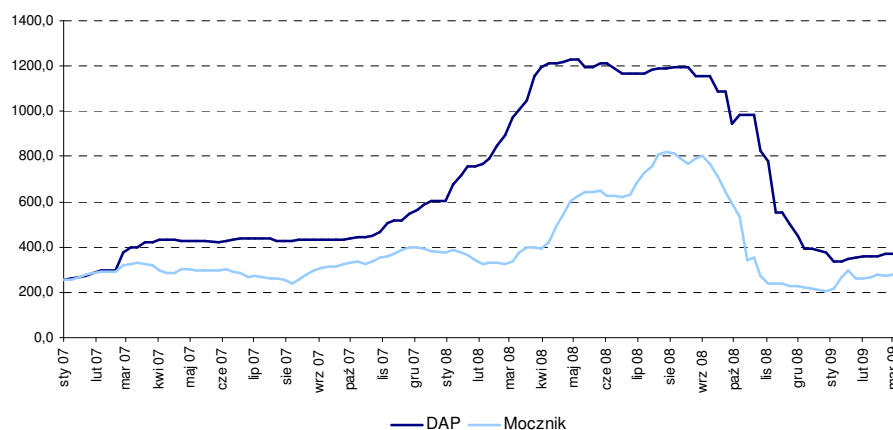
(mln PLN)	IVQ 2008	IVQ 2007	zmiana	IVQ 08P	wyniki vs. prognoza	wyniki vs. konsensus	wyniki vs. konsensus	2008	2007	zmiana
Przychody	218,6	480,6	-55%	273,8	-20%	361,0	-39%	2 403,7	1 824,2	32%
EBITDA	-218,9	93,9	-	-162,8	-34%	-160,0	37%	229,3	235,1	-3%
marża EBITDA	-100,1%	19,5%	-	-59,5%	-	-44,3%	-	9,5%	12,9%	-
EBIT	-236,5	79,3	-	-179,4	-32%	-165,0	43%	163,2	187,5	-13%
Zysk brutto	-370,2	92,1	-	-260,4	-42%	-	-	41,3	208,4	-80%
Zysk netto	-313,0	100,3	-	-245,4	-28%	-264,0	19%	28,8	204,0	-86%

Źródło: Police, szacunki DI BRE, PAP

Wyniki Polic za 4Q'08 zaskakują negatywnie już na poziomie przychodów, gdzie odchylenie w stosunku do naszych oczekiwań wyniosło 55 mln PLN, co było spowodowane bardzo niską sprzedażą nawozów wieloskładnikowych (tylko 18,8 mln PLN przychodów vs. 475 mln PLN w 3Q). Sytuację przychodową ratował mniejszy niż zakładaliśmy spadek sprzedaży mocznika i amoniaku. Na poziomie operacyjnym Spółka zanotowała 236 mln PLN straty, w czym uwzględniono odpis aktualizujący stan zapasów w kwocie -149 mln PLN (zgodnie z wcześniejszymi komunikatami). W ujęciu segmentowym największe odchylenie od naszych szacunków pojawiło się na segmencie bieli tytanowej, gdzie Spółka zanotowała aż -50 mln PLN kwartalnej straty operacyjnej, gdy my oczekiwaliśmy tylko -3 mln PLN (złożyły się na to niższe przychody oraz odpis z tytułu testu na utratę wartości w wysokości -33 mln PLN). Segment nawozowy wygenerował -159,8 mln PLN straty, czyli mniej niż szacowane przez nas -176 mln PLN, ale po oczyszczeniu o dodatni efekt testu na utratę wartości w kwocie 32 mln PLN, wynik był gorszy o 14 mln PLN od prognoz. Spółka zanotowała również 14 mln PLN straty na pozostałej działalności, a my szacowaliśmy wynik bliski zera. Podsumowując, wyniki na działalności operacyjnej wskazują na duże problemy z wolumenami sprzedaży, które może być ciężko odbudować w 2009 roku, szczególnie jeśli chodzi o nawozy NP i NPK. Dodatkowo negatywnie poziom przychodów może infekować spadek sprzedaży amoniaku, która w 4Q była jeszcze wysoka.

Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała ujemne saldo w wysokości -134 mln PLN (-124 mln PLN straty na hedgingu- jak podał Zarząd na 2009 stopień zabezpieczenia globalnej walutowej ekspozycji netto wynosi około 69%- w tym wypadku kluczowy naszym zdaniem będzie teraz możliwy do osiągnięcia poziom przychodów) vs. oczekiwane przez nas -81 mln PLN, ale wystąpienie tego odchylenia sygnalizowaliśmy po komunikacie Zarządu o wyższych stratach na hedgingu (-44 mln PLN vs. nasze szacunki). Na poziomie netto po uwzględnieniu tarczy podatkowej (57 mln PLN vs. oczekiwane 15 mln PLN) Police wypracowały -313 mln PLN straty kwartalnej. Spółka w 4Q'08 z uwagi na ujemne przepływy z działalności operacyjnej musiała zaciągnąć kredyty obrotowe w wysokości 145 mln PLN, co praktycznie całkowicie zniwelowało widoczną jeszcze w 3Q gotówkę netto (dług netto na poziomie 6 mln PLN vs. -166 mln PLN w 3Q). W kolejnych kwartałach zadłużenie może nadal rosnąć.

Ceny mocznika i DAP w USD/t



Źródło: Bloomberg



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	218	260	277	291	299	299	299	299	299	299
cena DAP w USD/t	247	260	423	974	500	621	680	683	704	704	704	704	704	704
średnia cena NPK EUR/t	191	192	230	452	225	268	285	299	308	308	308	308	308	308
cena amoniaku USD/t	241	243	268	529	224	273	285	299	308	308	308	308	308	308
Produkcja tys. ton														
mocznik	362	367	362	330	362	362	562	562	562	562	562	562	562	562
NP	368	499	384	263	200	260	300	380	380	380	380	380	380	380
NPK	803	711	844	671	600	710	800	800	800	800	800	800	800	800
Biel tytanowa	41	42	38	41	25	30	30	30	30	30	30	30	30	30
cena gazu w PLN/tys. m3	589	773	862	956	958	889	998	1 047	1 064	1 067	1 071	1 075	1 077	1 077
cena kwasu fosforowego USD/t	390	390	501	1 650	741	920	1 008	1 012	1 043	1 043	1 043	1 043	1 043	1 043
indeks cen soli potasowej (2005=100)	100	106	125	411	208	208	224	230	237	237	237	237	237	237
	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
kurs USD/PLN	3,23	3,11	2,77	2,42	3,39	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	4,30	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 cenę docelową jednej akcji ZCH Police wyznaczamy na 6,2 PLN.

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 80,0 mln PLN.
3. W przepływach pieniężnych 2009 roku korygujemy bilansową zmianę kapitału obrotowego o szacowane ujemne gotówkowe przepływy z hedgingu walutowego w kwocie około 80 mln PLN.
4. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2018.
5. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 0%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,3% (6,3% 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	1 605	1 960	2 374	2 431	2 501	2 505	2 510	2 515	2 520	2 525	2 530
zmiana	-33,2%	22,1%	21,1%	2,4%	2,9%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,4%
EBITDA	-6,3	114,8	136,4	137,2	146,7	148,1	149,3	150,8	153,2	156,5	156,8
marża EBITDA	-0,4%	5,9%	5,7%	5,6%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%
Amortyzacja	61,2	61,0	62,2	62,6	63,3	65,4	68,2	71,5	71,4	70,9	80,0
EBIT	-67,5	53,8	74,2	74,6	83,4	82,7	81,1	79,3	81,8	85,6	76,9
marża EBIT	-4,2%	2,7%	3,1%	3,1%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,4%	3,0%
Opodatkowanie EBIT	-12,8	10,2	14,1	14,2	15,9	15,7	15,4	15,1	15,5	16,3	14,6
NOPLAT	-54,7	43,6	60,1	60,4	67,6	67,0	65,7	64,2	66,3	69,3	62,3
CAPEX	-100,0	-100,0	-100,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0
Kapitał obrotowy	48,8	96,6	57,9	-2,8	-3,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
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	-44,8	101,2	80,2	40,2	47,4	52,2	53,6	55,4	57,4	60,0	62,0
WACC	11,2%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
współczynnik dyskonta	89,9%	80,4%	71,9%	64,3%	57,6%	51,5%	46,0%	41,2%	36,8%	33,0%	33,0%
PV FCF	-40,2	81,4	57,7	25,8	27,3	26,9	24,7	22,8	21,1	19,8	
WACC	11,2%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
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	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
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)	525,2	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	173,0	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	267,3	WACC +1,0pp	6,1	6,4	6,6	7,0	7,4				
Wartość firmy (EV)	440,4	WACC +0,5pp	6,3	6,5	6,8	7,1	7,6				
Dług netto	6,1	WACC	6,2	6,5	6,8	7,1	7,5				
Udziałowcy mniejszościowi	5,9	WACC -0,5pp	6,5	6,8	7,1	7,6	8,2				
Wartość aktywów nieoperacyjnych	0,0	WACC -01,0pp	6,6	7,0	7,4	7,9	8,6				
Wartość firmy	428,4										
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	-75,3										
P/E('09) dla ceny docelowej	-4,7										
Udział TV w EV	39%										

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową prezentujemy tylko w celach poglądowych z uwagi na ujemne wyniki Polic w 2008 roku i prognozowaną stratę w 2009 roku. 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.

	Cena	P/E				EV/EBITDA*			
		2007	2008	2009P	2010P	2007	2008	2009P	2010P
Agrium	35,97	14,5	4,4	5,0	5,0	7,2	2,7	3,3	3,5
DSM	19,63	6,7	6,1	11,8	9,9	4,1	3,8	5,3	5,0
K+S	32,80	43,8	5,7	6,2	5,3	16,3	3,8	4,0	3,6
Puławy	55,55	3,2	6,2	9,7	15,7	0,9	1,1	2,2	2,4
Silvinit	249,93	20,0	3,7	4,0	2,9	16,2	3,3	3,2	2,6
Yara	142,50	7,7	4,0	7,9	5,9	8,4	3,4	6,1	5,4
Maksimum		43,8	6,2	11,8	15,7	16,3	3,8	6,1	5,4
Minimum		3,2	3,7	4,0	2,9	0,9	1,1	2,2	2,4
Mediana		11,1	5,0	7,1	5,6	7,8	3,3	3,7	3,6
Police	4,41	1,6	11,5	-3,3	8,1	1,4	1,5	-53,0	2,9
(premia / dyskonto)		-85,4%	128,2%	-	44,3%	-81,6%	-56,1%	-	-100,0%
Implikowana wycena									
Mediana		11,1	5,0	7,1	5,6	7,8	3,3	3,7	3,6
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Wartość firmy na akcję (PLN)		4,2							

*EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	1 676,2	1 824,2	2 403,7	1 604,8	1 959,7	2 373,7	2 430,9
<i>zmiana</i>	<i>0,5%</i>	<i>8,8%</i>	<i>31,8%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>2,4%</i>
EBIT, w tym	-288,6	187,5	163,2	-67,5	53,8	74,2	74,6
Segment nawozowy	-224,2	301,5	293,4	-19,8	100,4	116,6	121,7
Segment bieli tytanowej	-13,5	-74,7	-76,6	0,2	1,1	5,2	0,5
Segment pozostałe	11,1	11,3	-8,9	-3,1	-2,9	-2,8	-2,8
Koszty nieprzypisane	-61,9	-50,6	-44,8	-44,8	-44,8	-44,8	-44,8
EBIT oczyszczony	-56,9	163,7	161,8	-67,5	53,8	74,2	74,6
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-141,7%</i>	<i>-179,7%</i>	<i>37,9%</i>	<i>0,5%</i>
<i>marża EBIT oczyszczona</i>	<i>-3,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,1%</i>
Segment nawozowy	-16,3	195,8	260,8	-19,8	100,4	116,6	121,7
Segment bieli tytanowej	-6,3	8,6	-43,6	0,2	1,1	5,2	0,5
Segment pozostałe	27,6	9,9	-10,6	-3,1	-2,9	-2,8	-2,8
Wynik na działalności finansowej	-4,9	17,0	-127,5	-31,3	-3,5	2,1	5,3
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	41,3	-98,8	50,3	76,3	79,8
Podatek dochodowy	15,6	3,9	12,6	0,0	9,5	14,5	15,2
Udziałowcy mniejszościowi	-0,4	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-304,3	204,0	28,8	-98,8	40,7	61,8	64,7
<i>zmiana</i>	<i>-496,8%</i>	<i>-167,0%</i>	<i>-85,9%</i>	<i>-443,3%</i>	<i>-141,2%</i>	<i>51,9%</i>	<i>4,6%</i>
<i>marża</i>	<i>-18,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>-6,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,7%</i>
Amortyzacja	62,1	47,7	66,1	61,2	61,0	62,2	62,6
EBITDA	-226,4	235,1	229,3	-6,3	114,8	136,4	137,2
<i>zmiana</i>	<i>-279,5%</i>	<i>-203,8%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-102,8%</i>	<i>-1909,3%</i>	<i>18,8%</i>	<i>0,6%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>-13,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,6%</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	-1,3	0,5	0,8	0,9
CEPS	-3,2	3,4	1,3	-0,5	1,4	1,7	1,7
ROAE	-34,3%	24,7%	3,1%	-10,9%	4,6%	6,7%	6,5%
ROAA	-23,0%	15,9%	1,8%	-5,9%	2,8%	4,1%	4,0%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 212,8	1 359,0	1 866,6	1 483,8	1 459,3	1 579,0	1 651,7
Majątek trwały	625,4	800,0	926,2	965,0	1 004,0	1 041,7	1 059,1
Rzeczowe aktywa trwałe	576,3	726,5	810,2	849,2	888,4	926,2	943,7
Wartości niematerialne i prawne	2,0	2,7	4,8	4,7	4,4	4,4	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	940,4	518,9	455,3	537,3	592,6
Zapasy	157,0	197,9	608,0	369,1	294,0	261,1	267,4
Należności krótkoterminowe	243,0	205,3	191,1	127,6	155,8	188,7	193,2
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	3,7	85,6	130,1

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	1 212,8	1 359,0	1 866,6	1 483,8	1 459,3	1 579,0	1 651,7
Kapitał własny	723,3	927,2	956,0	857,2	897,9	959,7	1 024,4
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	107,2	147,9	209,7	274,4
Zobowiązania długoterminowe	57,2	64,7	90,4	90,4	90,4	90,4	90,4
Pożyczki i kredyty	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	55,8	64,7	90,4	90,4	90,4	90,4	90,4
Zobowiązania krótkoterminowe	427,9	361,1	813,6	529,6	464,4	522,3	530,3
Pożyczki i kredyty	55,2	0,0	145,2	115,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	244,3	265,6	398,3	224,7	274,4	332,3	340,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	128,4	95,5	270,0	190,0	190,0	190,0	190,0
Dług	56,6	0,0	145,2	115,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-125,5	-154,5	5,8	94,7	-3,7	-85,6	-130,1
(Dług netto / Kapitał własny)	-17,3%	-16,7%	0,6%	11,0%	-0,4%	-8,9%	-12,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,6	-0,7	0,0	-14,9	0,0	-0,6	-0,9
BVPS	9,6	12,4	12,7	11,4	12,0	12,8	13,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	26,0	174,1	10,5	42,4	201,9	179,8	119,2
Zysk netto	-304,3	204,0	28,8	-98,8	40,7	61,8	64,7
Amortyzacja	62,1	47,7	66,1	61,2	61,0	62,2	62,6
Kapitał obrotowy	64,9	10,2	-133,1	128,8	96,6	57,9	-2,8
Pozostałe	203,3	-87,8	47,3	-48,7	3,5	-2,1	-5,3
Przepływy inwestycyjne	-60,3	-158,2	-159,1	-96,0	-99,4	-97,8	-74,6
CAPEX	-59,0	-172,5	-164,9	-100,0	-100,0	-100,0	-80,0
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	0,6	2,2	5,4
Przepływy finansowe	21,5	-43,4	133,5	-65,6	-119,1	-0,1	-0,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	55,8	-56,4	144,9	-30,3	-115,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,9	13,0	-11,5	-35,3	-4,1	-0,1	-0,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	-12,8	-27,6	-15,1	-119,2	-16,6	81,9	44,5
Środki pieniężne na koniec okresu	182,0	154,6	139,4	20,3	3,7	85,6	130,1
DPS (PLN)	0,29	0,43	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-236,1	68,9	-81,4	22,4	101,9	79,8	39,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,5%	9,5%	6,9%	6,2%	5,1%	4,2%	3,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	-1,1	1,6	11,5	-3,3	8,1	5,4	5,1
P/CE	-1,4	1,3	3,5	-8,8	3,3	2,7	2,6
P/BV	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
P/S	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
FCF/EV	-115,0%	39,1%	-24,2%	5,3%	31,2%	32,6%	19,5%
EV/EBITDA	-0,9	0,7	1,5	-67,0	2,8	1,8	1,5
EV/EBIT	-3,6	1,1	2,1	-6,3	6,1	3,3	2,7
EV/S	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
DYield	6,6%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	4,41						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
MC (mln PLN)	330,8	330,8	330,8	330,8	330,8	330,8	330,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	4,5	5,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
EV (mln PLN)	205,3	176,2	336,5	425,4	327,1	245,2	200,7



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.klischcz@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

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	Sprzedaj	Trzymaj
data wydania	2008-10-02	2008-11-27
kurs z dnia rekomendacji	15,77	6,00
WIG w dniu rekomendacji	37179,65	27246,38