

**Przemysł**

Polska

Cena bieżąca	5,13 PLN
Cena docelowa	6,2 PLN
Kapitalizacja	1,1 mld PLN
Free float	0,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	3,69 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Roman Krzysztof Karkosik	60,66%
Grażyna Wanda Karkosik	10,89%
Unibax Sp. z o.o.	7,00%
Pozostali	21,45%

Strategia dotycząca sektora

Sytuacja na rynku rur stalowych bez szwu od załamania w 2009-2010 roku powoli ulega poprawie, co wynika z dobrego otoczenia w przemyśle wydobywczym ropy i gazu oraz inwestycji w budowę bloków energetycznych. Odbudowują się również ceny, a ostatnie spadki cen stali zwiększają rentowność producentów rur stalowych bez szwu.

Profil spółki

W skład Alchemii wchodzi trzy walcownie rur stalowych bez szwu o mocach na poziomie 180 tys. ton rocznie. Grupa konsoliduje ponad 90% łącznych mocy wytwórczych tego asortymentu na terenie kraju. W skład wchodzi również Huta Bankowa - jedyny w Polsce producent walcowanych prętów okrągłych, obręczy i pierścieni kuto walcowanych.

Ważne daty

30.08 publikacja raportu skonsolidowanego za H1
12.11 publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

Kurs akcji ALC na tle WIG**Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Alchemia

ALC PW; GRBB.WA

Kupuj

(Nowa)

Popyt na rury będzie rósł...

Po przejęciu Walcowni Rur Andrzej - Alchemia skupia ponad 90% krajowych mocy produkcyjnych rur stalowych bez szwu. Po załamaniu sprzedaży w 2009 i 2010 roku obecnie popyt i ceny rur wzrastają. Wynika to z nowych inwestycji na projekty poszukiwawcze ropy i gazu, energetyczne, tranzytowe, chemiczne i górnicze. W 2011 roku obłożenie mocy produkcyjnych Alchemii w zakresie rur stalowych wyniosło około 80%. W przeddzień inwestycji energetycznych i związanych z transportem gazu produkcja rur stalowych według nas może być najlepszą ekspozycją na polski sektor hutniczy. Spodziewamy się znaczącej poprawy wolumenów i rentowności począwszy od roku 2013. Spółka przynosi ceny stali na klientów z około 1 - 2 kwartalnym opóźnieniem, dlatego spadek cen stali w krótkim terminie pozytywnie wpływa na rentowność. Rekomendujemy kupowanie akcji Alchemii, a cenę docelową akcji ustalamy na 6,2 PLN.

Energetyka

Według naszych szacunków na budowę 1MW mocy bloku energetycznego potrzeba około 20 ton rur stalowych. Oznacza to, że obecnie planowane projekty generują popyt na poziomie 173-190 tys. ton (około 1,0x moce produkcyjne Grupy Alchemia).

Gaz łupkowy

Do 2017 roku ma zostać przeprowadzonych próbnich 233 odwiertów poszukiwawczych (123 obligatoryjne). Jeden odwiert to wydatek na rury 3 mln PLN, co oznacza, że coroczne zapotrzebowanie jest na poziomie 63-117 mln PLN (odpowiednio 5 i 10% przychodów Alchemii za 2011 rok)

Wydobycie ropy i gazu

Obserwowany w ostatnich dwóch latach wzrost cen ropy naftowej spowodował, że obecnie na świecie prowadzonych jest około 3,9 tys. odwiertów poszukiwawczych ropy i gazu (najwięcej od lat 80-tych). Nowe odwierty schodzą coraz głębiej, generując coraz większe zapotrzebowanie na rury stalowe.

Transport ropy i gazu, magazyny, port LNG

Gaz System obecnie planuje budowę gazociągów o łącznej długości 1,4 tys. km na które posiada przyznane dotacje z UE na kwotę 0,4 mld PLN (realnie do 2015 roku). Dodatkowo około 60% zarządzanych gazociągów ma ponad 26 lat i wymagać będzie w przyszłości modernizacji. Operator planuje budowę magazynów gazu ziemnego o pojemności 1 mld m³ gazu, na które przyznano dotacje UE oraz magazynu w Polsce lub Litwie o pojemności 2,5-3,0 mld m³ gazu. Wkrótce rozpocznie się budowa portu LNG w Świnoujściu, którego łączny koszt wyniesie około 3 mld PLN.

Chemia

Korzystając z dobrej koniunktury w roku 2011 przemysł chemiczny wznawia inwestycje, których wartość w bieżącym roku przekroczy 0,5 mld PLN.

Skup akcji własnych

Od VI'09 Spółka może skupić 26,5 mln akcji własnych. Obecnie do zakończenia programu pozostało 0,9% akcji dopuszczonych do obrotu.

(mln PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	670,6	1 156,0	1 256,1	1 310,4	1 386,7
EBITDA	47,6	194,3	172,5	199,1	214,3
marża EBITDA	7,1%	16,8%	13,7%	15,2%	15,5%
EBIT	22,3	141,7	117,3	143,1	159,9
Zysk netto	14,7	118,3	91,5	114,8	131,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%
P/E	72,2	9,0	11,6	9,3	8,1
P/C	26,5	6,2	7,2	6,2	5,7
P/BV	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	25,4	5,8	6,1	4,6	3,7

Profil działalności

Grupa Alchemia

W skład Grupy Alchemia wchodzi trzech producenci rur stalowych bez szwu (Huta Batory, Rurexpol i Walcowania Rur Andrzej), dwa podmioty zajmujące się produkcją elementów stalowych i kutych (Huta Bankowa i Kuźnia Batory) oraz dwa przedsiębiorstwa pełniące funkcje pomocniczą i badawczą (Laboratorium Badań Batory i Batory Serwis).

Struktura Grupy Alchemia S.A.

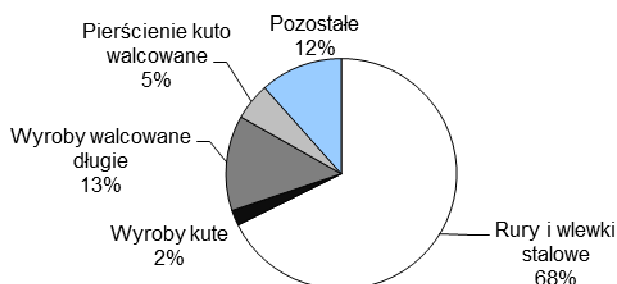
Alchemia S.A.

Huta Batory	Kuźnia Batory	Rurexpol	Huta Bankowa
Własność: 100%	Własność: 100%	Własność: 100%	Własność: 100%
Akwizycja: IV 2005	Akwizycja: III 2007	Akwizycja: I 2011	Akwizycja: VI 2007
Produkcja:	Produkcja:	Produkcja:	Produkcja:
- rury stalowe bez szwu (219 mm - 508 mm)	- osie kolejowe kute	- rury stalowe bez szwu (121 mm - 273 mm)	- obręcze dla pojazdów szynowych
	- wlewki przetapiane elektrożuźlowo		- pierścienie kuto-walcowane
Wykorzystanie	- pręty kute	Wykorzystanie	- pręty okrągłe powyżej 150 mm
- przemysł wydobywczy	- odkuwki kształtowe	- przemysł wydobywczy	- kątowniki
- energetyka		- tranzyt ropy i gazu	- kształtowniki łebkowe
- tranzyt ropy i gazu	Zdolności produkcyjne	- energetyka	- kęsy i kęsiska do kucia
- stocznie	- 25 tys. ton	- hydraulika (np. Górnictwo)	
- chemia		- budownictwo	Rynki eksportowe:
- budownictwo	Rynki eksportowe:		- Węgry
Zdolności produkcyjne	- Niemcy	Zdolności produkcyjne	- Litwa
- 75 tys. ton	- Turcja	- 60 tys. ton	- Rumunia
	- USA		- Ukraina
Rynki eksportowe:	- Słowenia	Rynki eksportowe:	
- Niemcy	- Austria	- Niemcy	Zdolności produkcyjne
- Włochy	- Anglia	- Austria	- pierścienie i obręcze 26 tys. ton
- Holandia	- Norwegia	- USA	- wyroby długie 150 tys. ton
- Hiszpania	- Szwecja	- Kanada	
	Export	Export	
	ok. 50%	ok. 60%	
Export			
ok. 70%			
Laboratorium Badań Batory	Walcownia Rur Andrzej	Batory Serwis	
Własność: 58,82%	100%	Własność: 100%	
Akwizycja: I 2007	Akwizycja: IX 2011	Akwizycja: IV 2005	
Produkcja:	Produkcja:		
- badania techniczne	- rury stalowe bez szwu (21,3 mm - 114,3 mm)		
- prace nad BR			
- instalacja i naprawa urządzeń elektrycznych	Zdolności produkcyjne		
- obróbka i powlekanie metali	- 45 tys. ton		
- produkcja narzędzi			

Źródło: Alchemia S.A.

Największa część sprzedaży Grupy Alchemia jest realizowana poprzez segment rur i wlewk stalowych (68% w 2011 roku). Około 13% sprzedaży realizowana jest przez segment wyrobów długich (Huta Bankowa) (13% w 2011 roku). Segment wyrobów pierścieni kuto walcowanych w 2011 roku odpowiadał za 5% przychodów Grupy (Huta Bankowa), a wyrobów kutych 2% (Kuźnia Batory). Grupa Alchemia zadebiutowała na giełdzie w Warszawie w maju 1998 roku. Od 2005 roku dynamicznie przejmowała spółki przemysłu hutniczego konsolidując branżę rur stalowych bez szwu.

Udział sprzedaży poszczególnych segmentów Grupy Alchemia w 2011 roku (bez uwzględnienia wyłączeń konsolidacyjnych)



Źródło: Alchemia S.A.

Segment rur i wlewk stalowych

W skład segmentu wchodzi trzy podmioty Huta Batory, Rurexpol i Walcownia Rur Andrzej o łącznych mocach na poziomie 180 tys. ton rocznie. Alchemia w obecnym kształcie jest monopolistą na polskim rynku rur stalowych bez szwu. Konsolidacja spółek segmentu rozpoczęła się w 2005 roku, kiedy Alchemia przejęła Hutę Batory za 1,0 mln PLN od głównego akcjonariusza Romana Karkosika. Kolejne akwizycje dotyczyły Rurexpolu (w I'2011 od ISD Częstochowa za 101,5 mln PLN) oraz Walcowni Rur Andrzej (w IX'2011 od Towarzystwa Finansowego Silesia za 42 mln PLN). Obecnie na rynku krajowym Spółka kontroluje ponad 90% mocy wytwórczych w zakresie produkcji rur stalowych bez szwu.

Huta Batory

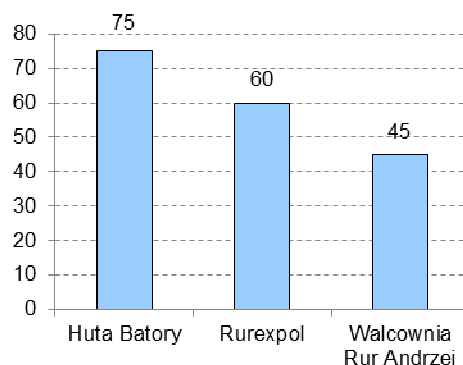
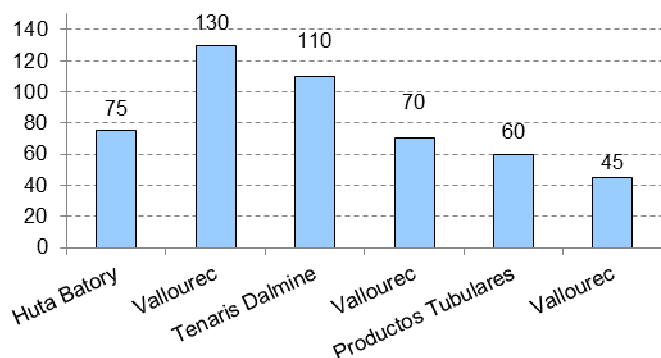
Huta Batory jest producentem rur bez szwu, w tym rur konstrukcyjnych, przewodowych, okrętowych, kotłowych, konstrukcyjnych do obróbki wiórowej oraz wiertniczych używanych w przemyśle wydobywczym). Spółka produkuje również wyroby wysokiej jakości ze stali w ponad 600 gatunkach. Dzięki użyciu urządzenia do próżniowego odgazowania i rafinacji stali wyroby mogą być wykorzystywane w przemyśle energetycznym, maszynowym, narzędziowym i zbrojeniowym. Spółka specjalizuje się w stalach narzędziowych do prac na zimno i na gorąco, sprężynowych, łożyskowych, o szczególnych właściwościach fizycznych odpornych na ścieranie i korozję (żaroodpornych i nierdzewnych).

Batory należy do światowej czołówki producentów rur specjalistycznych o dużych średnicach. Jest również jednym z niewielu na świecie oferującym rury dla branży energetycznej w gatunku stali P91 (odpornej na temperatury do 650°C). Rury znajdują przeznaczenie w przemyśle wydobywczym (ropy naftowej i gazu) oraz transzytce nośników energii (rurociągi - PERN). Produkty są powszechnie stosowane w instalacjach chemicznych (ZA Tarnów, ZCh Police, PKN Orlen, Lotos) oraz elektrowniach i elektrociepłowniach. Rury znajdują szerokie zastosowanie do wytwarzania cylindrów hydraulicznych (maszyny budowlane, maszyny rolnicze, obudowy górnicze). Ważnym odbiorcą produktu jest także budownictwo, w szczególności kubaturowe (hale, stadiony – Alchemia dostarczała rury na stadiony w Dortmundzie, Paryżu, Warszawie i Krakowie, hotele, mosty), jak również do bloków energetycznych.

Batory produkuje rury o średnicach od 219 mm do 508 mm, jest również jedyną w Polsce hutą wywarzającą rury w średnicach 323,9 mm do 508 mm. Na terenie kraju Spółka nie posiada znaczącej konkurencji – dwie kolejne pod względem mocy huty wchodzi w skład Grupy Alchemia – Rurexpol (60 tys. ton rocznie) i Walcownia Rur Andrzej (45 tys. ton rocznie). Z mniejszych podmiotów zajmujących się produkcją rur wymienić można Walcownię Rur Silesia w Siemianowicach Śląskich (w zakresie 6-133 mm) oraz Walcownię Rur Gonar w Siemianowicach Śląskich (76,1-168,3 mm). Szerokość rur konkurencji pokrywa się jedynie z asortymentem oferowanym przez Walcownię Rur Andrzej (Alchemia S.A.), warto jednak zauważyć, że w przypadku Walcowni Rur Silesia, ta zajmuje się głównie ciągnięciem na zimno rur wyprodukowanych przez WRA. Ostatecznie uświadomionym konkurentem w zakresie produkcji

hur bez szwu okazała się Huta Jedność, która po 28 latach budowy i kosztach inwestycji sięgających 0,5 mld PLN w styczniu 2008 roku zbankrutowała. Gdyby projekt został ukończony, stanowiłby znaczącą konkurencję na terenie kraju. Obecnie jednak finalizacja projektu, według Alchemii i specjalistów z branży kosztowałaby zbyt wiele, by projekt był rentowny. Obecnie majątek Huty Jedność zdaniem ekspertów kwalifikuje się do przetopienia, tym bardziej, że technologia przerobu od zapoczątkowania inwestycji uległa zmianie.

Wielkość mocy produkcyjnych Huty Batory i głównych konkurentów w Europie (L) oraz główne zakłady w Polsce (P) (tys. ton rocznie)



Źródło: Alchemia S.A.

Do pozostałych asortymentów oferowanych przez Grupę Batory zalicza się wlewki przeznaczone do produkcji rur, wlewki o przekroju prostokątnym, wlewki przeznaczone do kucia, wlewki o przekroju kwadratowym i wlewki o przekroju ośmiokątnym. Do głównych konkurentów Grupy w zakresie produkcji wlewków na rynku krajowym należą Huta Stalowa Wola, Arcelor Huta Warszawa, Celsa Huta Ostrowiec oraz Ferrostal Gliwice (Cognor).

Huta Batory, jako jedyny podmiot z Grupy jest częściowo zintegrowana z produkcją stali, dzięki posiadaniu przez Spółkę pieca uchylnego-lukowego do przetapiania złomu na stal. Spółka przy produkcji wlewków na poziomie 10-13 tys. ton rocznie około 9-10 tys. ton pozyskuje z przetopu złomu. Pozostała część zapotrzebowania na stal jest dostarczana przez koncern Arcelor Mittal (Huta Częstochowa) oraz częściowo przez Cognor.

Spółka w 2011 roku zatrudniała około 650 pracowników. Około 70% produkcji kierowana jest na eksport, w szczególności do Europy Zachodniej.

Rurexpol

Rurexpol został przejęty przez Alchemię w styczniu 2011 roku od ISD Huta Częstochowa. Umowa przewidywała zakup przedsiębiorstwa za kwotę 85 mln PLN + zapasy 15 mln PLN i inwestycje 1,5 mln PLN. Spółka znajduje się w czołówce europejskich producentów rur specjalistycznych o małych średnicach (121 mm do 273 mm).

Wytwarzany asortyment znajduje zastosowanie w przemyśle naftowym, przesył gazu i ropy naftowej (przy eksploatacji złoża i wierceniach poszukiwawczych). W tym segmencie głównymi odbiorcami podmiotu zależnego są PGNiG, Poltava Petroleum Company i Iteco France.

Spółka produkuje rury kotłowe i stopowe dla energetyki (główni odbiorcy: Interfer, Thyssen Energostal), rury konstrukcyjne (stadiony, budynki wielokubaturowe, węzły drogowe, mosty, wiadukty, elementy konstrukcyjne hal), czy siłowniki hydrauliczne (obudowy ścianowe, maszyny rolnicze i budowlane).

Spółka w 2011 roku zatrudniała około 550 pracowników. Około 60% produkcji Rurexpolu trafia na eksport, między innymi do Niemiec, Austrii, USA i Kanady.

Walcownia Rur Andrzej

W maju 2011 roku Alchemia podpisała z Towarzystwem Finansowym Silesia Sp. z o.o. przedwstępną umowę sprzedaży 100% udziałów w spółce Walcownia Rur Andrzej za kwotę 42 mln PLN. 29 września podjęta została decyzja o zamiarze połączenia Huty Batory, Rurexpol i Walcowni Rur Andrzej.

Spółka jest producentem rur stalowych bez szwu w zakresie (21,3-114,3 mm) i posiada łączne moce produkcyjne na poziomie 45 tys. ton rocznie.

Głównym asortymentem są rury konstrukcyjne (budynki kubaturowe, energetyka), rury przewodowe (do odwiertów, tranzytu gazu i ropy naftowej), kotłowe I i III stopnia wymagań, do budowy statków, przemysłu samochodowego oraz gwintowania.

Huta Bankowa

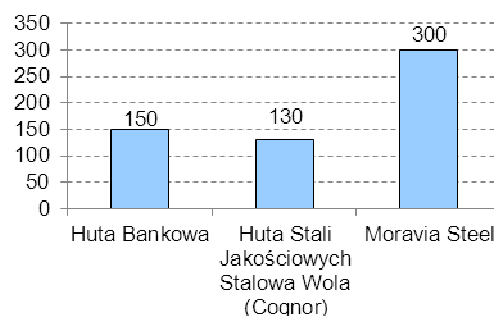
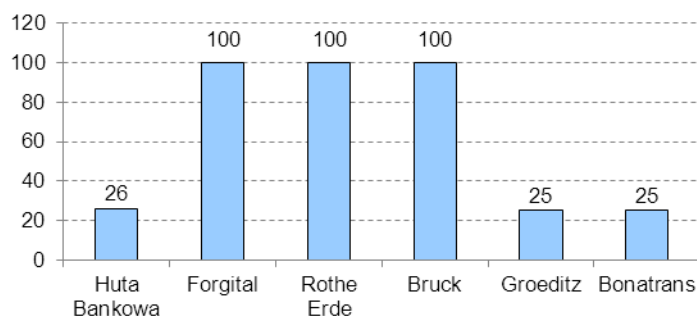
Podmiot zależny został zakupiony przez Alchemię w czerwcu 2007 roku za kwotę 233 mln PLN (100% udziałów). Spółka oferuje dwie grupy produktów – wyroby długie gorącowałcowane i kuto-walcowane.

Pierwszy rodzaj asortymentu stosowany jest w branżach przemysłu maszynowego, metalowego, stocznioowego i kuźniach. Część produkcji znajduje również zastosowanie w branży zbrojeniowej. Spółka w ramach segmentu wyrobów długich sprzedaje pręty okrągłe (o średnicy 160-250 mm – z przeznaczeniem dla przemysłu maszynowego, metalowego i stocznioowego), kształtowniki (200 mm – stosowane w przemyśle stocznioowym, kątowniki w konstrukcjach nowoczesnych budynków biurowych oraz nietypowych, odważnych pod względem architektonicznym projektach domów mieszkalnych w Skandynawii) i kształtowniki łebkowe (stosowane w budowie słupów wysokiego napięcia). Dodatkowo Spółka wytwarza kęsiska na rury, kęsiska do kucia, pręty na rury, kęsy do kucia, pręty kwadratowe do produkcji butli.

W przypadku wyrobów kuto-walcowanych Spółka produkuje obręcze szynowe dla kolejnictwa (tramwaje, pociągi) (element zewnętrzny koła). Rynkiem docelowym dla tego asortymentu są kraje Europy Środkowo-Wschodniej oraz niektóre kraje azjatyckie i afrykańskie. Poziom cenowy obręczy jest całkiem stabilny i nie oddaje tendencji charakterystycznych dla rynku wyrobów stalowych ze względu na długoterminową kontrakcję usług świadczonych przez odbiorców finalnych, tj. zakłady naprawcze taboru kolejowego. Obecnie obręcze szynowe powoli są wypierane w nowych pojazdach szynowych monoblokami, wciąż jednak rynek obecnie użytkowanego taboru jest na tyle duży, że Spółka nie decyduje się na zmianę asortymentu produkcji na monobloki. Innym produktem wytwarzanym w ramach segmentu są pierścienie kuto-walcowane przeznaczone przede wszystkim dla przemysłu maszynowego do produkcji wielogabarytowych łożysk. Te znajdują coraz większe zastosowanie w budowie elektrowni wiatrowych. Produkcja pierścieni kuto-walcowanych jest stosunkowo konkurencyjna ze względu na dużą część towaru wytwarzaną przez firmy niemieckie i włoskie. Huta Bankowa jest obecnie jedynym w kraju producentem obręczy kolejowych i pierścieni kuto-walcowanych. Silną stroną podmiotu jest szybkie realizowanie terminów i wysoka elastyczność procesu produkcji.

Okolo połowa przychodów Spółki zależnej jest realizowana na rynkach zagranicznych.

Wielkość mocy produkcyjnych Huty Bankowej na tle innych producentów obręczy (L) i wyrobów kuto-walcowanych w Europie i innych producentów wyrobów długich gorącowałcowanych (P) (tys. ton rocznie)



Źródło: Alchemia S.A.

Głównymi konkurentami na rynku europejskim w zakresie produkcji wyrobów kuto walcowanych są Huty Forgital, Rothe Erde, Bruck, Groeditz i Bonatrans. W przypadku wyrobów długich gorącowałcowanych główni konkurenci to Huta Stali Jakościowych Stalowa Wola (Cognor) oraz Moravia Steel.

Kuźnia Batory

W dniu 16 marca 2007 roku Alchemia podpisała umowę nabycia 97,44% udziałów w Kuźni Batory za kwotę 16,6 mln PLN. W 1Q'07 Spółka nabyła pozostałe udziały w podmiocie zależnym, zwiększając zaangażowanie do 100%.

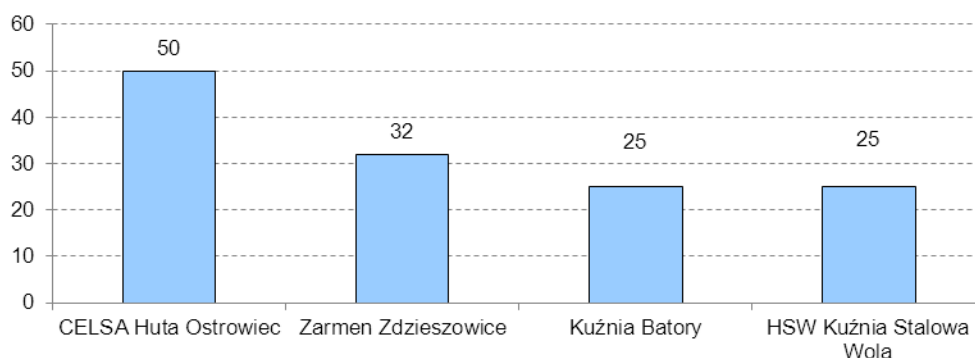
Spółka zależna prowadzi działalność w oparciu o wykonywanie wyrobów kutych z ponad 100 gatunków stali (wyroby ze stali narzędziowych do pracy na zimno i na gorąco, włącznie ze stalami szybko tnącymi, aż do stali nierdzewnych, kwaso- i żaroodpornych oraz innych stopów). Główne produkty Kuźni stanowią pręty kute (30-650 mm), odkuwki o kształcie skupionym w postaci krążków, kostek i pierścieni oraz różnych kształtach kutych swobodnie i pół swobodnie. Kuźnia wykonuje także różnego rodzaju usługi do kucia poprzez obróbkę cieplną i mechaniczną, kończąc na usługach przetopu elektrożuźlowego. Powyższe produkty

wykorzystywane są w przemyśle maszynowym, mniej natomiast w przemyśle okrętowym, energetycznym i motoryzacyjnym.

Kuźnia Batory jako jedyna w kraju posiada wydział kowarek, umożliwiając kucie swobodne o nacisku 20MN (uszlachetnienie stali o parametry wytrzymałościowe – np. w osiach kolejowych, elementów maszyn, które poddawane są dużym naprężeniom). Dodatkowo park maszynowy wyposażony jest w nowoczesne urządzenia do obróbki cieplnej z unikalnym stanowiskiem hartowania w roztworze polimerowym oraz bardzo uniwersalny oddział obróbki skrawaniem, jak również oddział elektrożużlowej rafinacji stali (specjalistyczne zamówienia na elementy o podwyższonej odporności na uszkodzenia – szczególnie dla klientów zagranicznych – wysokie marże).

Kuźnia Batory posiada ponad połowę rynku prętów kutech (30-650 mm) (pręty o wyższej wartości dodanej) oraz 30% rynku odkuwek kształtnych (kute na zamówienie). Obecnie odkuwki na terenie kraju wytwarzane są przez sześciu głównych producentów, w tym: Celsa Huta Ostrowiec, Huta Lucchini (obecnie Zarmen) i HSW Zakład Kuźnia Stalowa Wola.

Najwięksi zakłady produkujące odkuwki w Polsce (tys. ton rocznie)



Źródło: Alchemia S.A.

Obecnie Kuźnia Batory jest jedynym w Polsce zakładem zajmującym się przeróbką plastyczną i obróbką mechaniczną stopów o wysokiej zawartości pierwiastków takich jak: nikiel, niob, tytan. Produkty te znajdują zastosowanie w przemyśle lotniczym i raketowym.

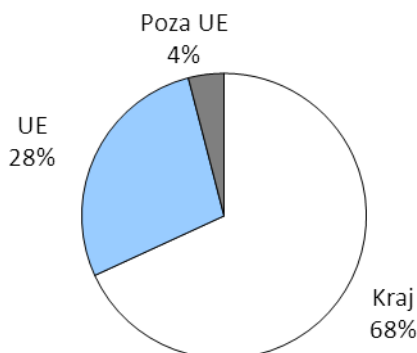
Laboratorium Badań Batory i Batory Serwis

Oba podmioty zależne pełnią w Grupie funkcję pomocniczą. Prowadzą działalność polegającą na wykonywaniu badań technicznych i prac badawczo rozwojowych. Spółki prowadzą również działalność usługową w zakresie instalowania, naprawy i konserwacji silników elektrycznych, prądnic, transformatorów oraz aparatury rozdzielniczej i sterowniczej. Ponadto prowadzą działalność w zakresie obróbki metali i nakładania powłok na metale oraz obróbki mechanicznej elementów metalowych i produkcji narzędzi.

Struktura sprzedaży

W 2011 roku Grupa Alchemia około 68% przychodów generowała ze sprzedaży do klientów krajowych, natomiast 32% kierowane było do klientów zagranicznych (28% UE i 4% poza UE).

Geograficzna struktura sprzedaży Grupy Alchemia w 2011 roku* (%)



Źródło: Alchemia S.A.

* Bez uwzględnienia korekt konsolidacyjnych

Grupa Alchemia nie zabezpiecza przychodów ze sprzedaży na eksport na wypadek zmian wartości kursów walutowych. Spadek wartości PLN do EUR powoduje wzrost przychodów ze sprzedaży eksportowej, jak i rozszerzenia marży na sprzedaży. Umocnienie PLN do EUR powoduje spadek wielkości sprzedaży i działa negatywnie na wysokość realizowanej rentowności.

Sezonowość sprzedaży

Zjawisko sezonowości sprzedaży produkcji i przychodów ze sprzedaży ma miejsce w segmencie rur stalowych, co wynika z wykorzystania produktu w przemyśle energetycznym, petrochemicznym, wiertniczym i budowie ropy i gazociągów. W związku z naturalną sezonowością prac budowlanych spadek sprzedaży odnotowywany jest w miesiącach grudzień – styczeń. W przypadku dłuższych okresów zimowych spadek sprzedaży przeciągać się może na pierwszy kwartał, w związku z brakiem możliwości prowadzenia prac ziemnych przy niskich temperaturach. W przypadku odbiorców przemysłowych (motoryzacja, przemysł maszynowy, stoczniowy i kolejowy) spadek wolumenu sprzedaży odnotowywany jest w miesiącach lipiec-sierpień, co związane jest z okresem wakacyjnym (szczególnie w przypadku sprzedaży eksportowej).

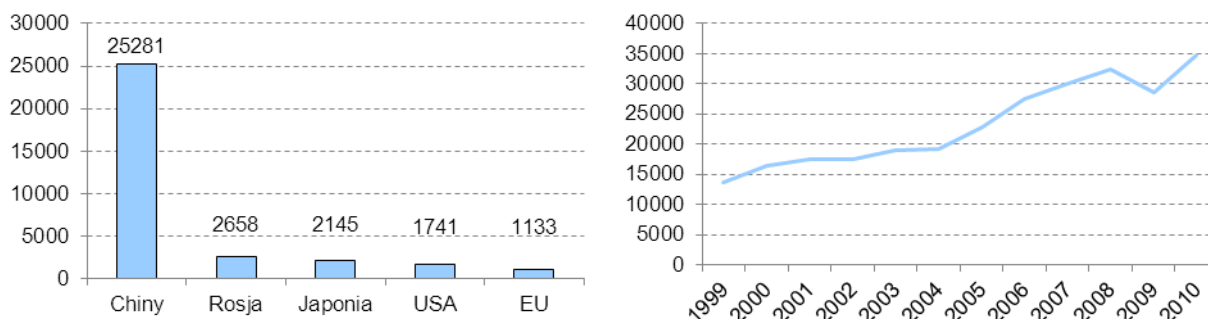
Otoczenie makroekonomiczne

Z punktu widzenia otoczenia makroekonomicznego w segmencie rurowym analizujemy koniunkturę w takich sektorach jak wydobywanie ropy i gazu, transport ropy i gazu, inwestycje w chemii, górnictwo, przemysł stoczniowy, przemysł energetyczny i budownictwo. W przypadku Huty Bankowej i Kuźni Batory wyznacznikiem popytu będzie koniunktura w przemyśle ogólnie, w tym w szczególności motoryzacji, przemyśle stoczniowym, budownictwie kubaturowym i kolejnictwie.

Segment rur stalowych bez szwu

W 2010 roku produkcja stalowych rur bez szwu na świecie sięgnęła 35 mln ton, a w ciągu ostatnich 10 lat produkcja wzrastała średniorocznie o 7%. Obecnie największym światowym producentem stalowych rur bez szwu są Chiny (73% w 2010 roku), a następnie Rosja (7,7%), Japonia (6,2%), USA (5%) i Unia Europejska (3,3%). Polska w 2009 roku odpowiadała za 0,4% światowej produkcji. Największymi producentami w Unii Europejskiej są Niemcy (38% produkcji UE), Francja (17% produkcji UE), Włochy (19% produkcji UE). Polska w Unii Europejskiej plasuje się z udziałem na poziomie 4,3%.

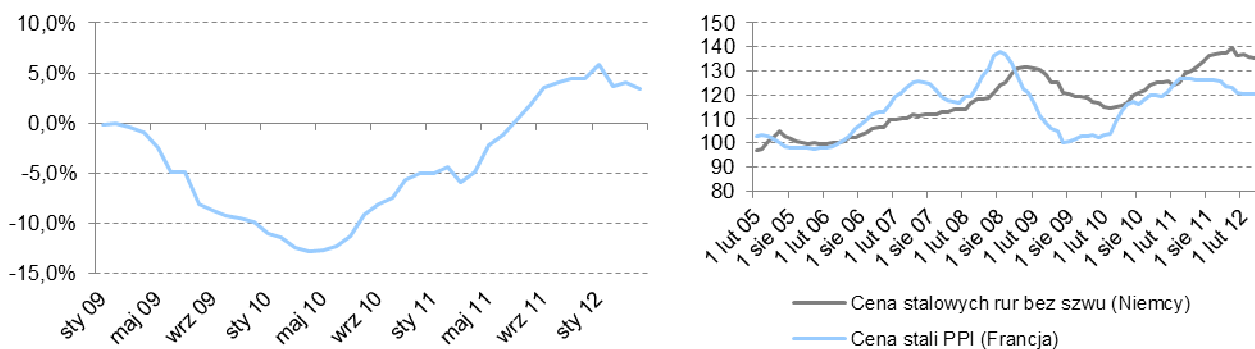
Najwięksi producenci stalowych rur bez szwu na świecie w 2010 roku oraz produkcja stalowych rur bez szwu od 1999 roku (tys. ton)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Zapotrzebowanie na rury stalowe bez szwu rośnie wraz z wzrastającą ilością projektów z dziedziny Oil&Gas oraz rozbudową infrastruktury. Popyt na rury zarówno bez szwu jak i ze szwem ściśle zależy od koniunktury w segmencie wydobywania ropy i gazu, budownictwie mieszkaniowym i infrastrukturalnym, budowy dróg, inwestycji w rolnictwie, przemyśle stoczniowym i górnictwie. Popyt na rury jest cykliczny i stosunkowo wrażliwy na wahania koniunktury gospodarczej (w 2009 roku w wyniku recesji światowej produkcja rur bez szwu spadła o ponad 11%), co głównie wynika z proinwestycyjnego charakteru inwestycji. Ceny rur stalowych bez szwu również zareagowały przeceną na spadek koniunktury na światowych rynkach. Według naszych szacunków w 2009 roku ceny rur stalowych bez szwu spadły o około 13%, po czym dopiero w 2011 roku doszły do poziomu z końca 2008 roku.

Index cen rur stalowych bez szwu na terenie Niemiec (XII'08=100) (L) oraz index cen rur stalowych bez szwu na terenie Niemiec na tle indeksu zmian cen wyrobów stalowych we Francji (2005=100) (P)



Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Ceny rur stalowych bez szwu reagują średnio z około 1-2 kwartalnym opóźnieniem na zmiany cen stali, co związane jest z długim czasem, jaki towarzyszy inwestycjom. Producenci

napotykają spadek marży w momencie, gdy ceny stali gwałtownie rosną oraz wzrost marży, gdy ceny stali spadają. Spółkom niezintegrowanym pionowo trudno jest w takim przypadku zabezpieczyć się przed zmianą cen głównego surowca.

Główni producenci rur stalowych bez szwu na świecie

Wśród głównych producentów rur stalowych na terenie Europy można wymienić OAO TMK (ponad 2,8 mln ton rocznie), Tenaris (3,3 mln ton rocznie) oraz Vallourec (ponad 3 mln ton rocznie).

Na wyniki europejskich producentów rur stalowych bez szwu duży wpływ ma OAO TMK, posiadający ponad 2,5 mln ton mocy wytwórczych w zakresie rur stalowych bez szwu na terenie Rosji i byłych republik radzieckich. Wynika to z faktu, że producent bardzo agresywnie podchodzi do polityki cenowej wówczas, gdy wolumen sprzedaży na terenie Rosji spada. OAO TMK około 70% przychodów plasuje na terenie Rosji i około 5% na terenie Europy. Duża część asortymentu sprzedawana jest do sektora wydobywczego ropy i gazu (około 75%).

W przypadku Tenaris, ten ponad 85% sprzedaży plasuje na rynkach poza Europą, głównie w segmencie Oil&Gas. Vallourec specjalizuje się w produkcji rur stalowych dla energetyki (około 75% sprzedaży), w tym również energetyki jądrowej. Ponad 75% sprzedaży generowane jest poza Europą.

Wyniki głównych konkurentów w zakresie produkcji rur stalowych bez szwu w latach 2007-2011

OAO TMK	2007	2008	2009	2010	2011	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12
Sprzedaż (mln USD)	4 179	5 690	3 461	5 579	6 754	1 669	1 878	1 604	1 603	1 659
Sprzedaż (tys. ton)*	3 088	3 227	2 769	3 934	4 185	1 060	1 119	989	1 017	1 005
Średnia cena (tys. USD/t)	1,353	1,764	1,250	1,418	1,614	1,575	1,678	1,622	1,576	1,651
EBITDA (mln USD)	932	1 047	328	942	1 050	293	332	202	223	277
EBITDA/t (tys. USD / t)	0,302	0,325	0,118	0,239	0,251	0,276	0,297	0,204	0,219	0,276
Tenaris	2007	2008	2009	2010	2011	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12
Sprzedaż (mln USD)	10 042	11 988	8 149	7 712	9 973	2 324	2 403	2 495	2 751	2 617
Sprzedaż (tys. ton)*	4 309	4 466	2 650	3 120	3 761	929	899	919	1 014	958
Średnia cena (tys. USD/t)	2,330	2,684	3,075	2,472	2,652	2,502	2,673	2,715	2,713	2,732
EBITDA (mln USD)	3 449	4 044	2 318	2 013	2 449	571	548	620	710	704
EBITDA/t (tys. USD / t)	0,800	0,906	0,875	0,645	0,651	0,614	0,610	0,675	0,700	0,735
Vallourec	2007	2008	2009	2010	2011	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12
Sprzedaż (mln EUR)	6141	6437	4465	4491	5296	1148	1290	1306	1553	1199
Sprzedaż (tys. ton)*	2838,4	2766,4	1503	1888	2251	501	561	601	589	504
Średnia cena (tys. EUR/t)	2,164	2,327	2,971	2,379	2,353	2,291	2,299	2,173	2,637	2,379
EBITDA (mln EUR)	1751	1694	981	925	940	203	254	228	254	152
EBITDA/t (tys. EUR/t)	0,617	0,612	0,653	0,490	0,418	0,405	0,453	0,379	0,431	0,302

Źródło: DI BRE Banku, OAO TMK, Tenaris, Vallourec

* Zarówno rury ze szwem jak i bez szwu

Podobnie jak w przypadku Alchemii, tak i konkurentów z branży w latach 2009-2010 nastąpił gwałtowny spadek wolumenu sprzedaży i cen jednostkowych. Nie bez znaczenia była również konkurencja ze strony chińskich producentów, gdyż w ramach samych rur do wydobycia ropy i gazu eksport w drugiej połowie 2008 roku z tego kraju sięgnął 2,7 mln ton, podczas gdy zwykle nie przekracza on 0,8 mln ton.

Ceny, jak i wolumeny sprzedaży głównych producentów z branży zaczęły się poprawiać w drugiej połowie 2010 roku, osiągając lokalne maksimum w pierwszej połowie 2011 roku. Zamieszanie na rynkach finansowych w okresie wakacyjnym sprawiło, że wzrostowe trendy spowolniły w drugiej połowie 2011 roku.

Na początku 2012 roku TMK zapowiadał w bieżącym roku lekki wzrost wolumenów i sprzedaży. Głównie miało się to odbywać za sprawą rosnących budżetów firm wydobywczych z lokalnego rynku. Zarząd spodziewał się jedynie spadku wolumenu sprzedaży rur o wysokich średnicach w związku z rozpoczęciem nowych projektów dopiero w 2012 roku (te są spawane, ze szwem – poza zasięgiem Alchemii). Spółka zwracała uwagę na spadające ceny surowców, co pozytywnie powinno działać na wielkość EBITDA i rentowności. W 1Q'12 sprzedaż TMK była o 0,6% r/r niższa (wolumen -5,2% r/r), a EBITDA na tonę produktu spadła o 0,3% r/r. Na rynku rosyjskim zdaniem spółki popyt na rury stalowe bez szwu spadł o 13% r/r, głównie w rezultacie niższego zapotrzebowania sektorów automotive, przemysłu ciężkiego oraz budownictwa. W Europie na sytuację sprzedażową swój wpływ miało zamieszanie wokół kryzysu zadłużenia w strefie EURO. Hurtownicy i sprzedawcy utrzymywali zapasy na minimalnym poziomie w obawie, że sytuacja się pogorszy. Rynek amerykański zdaniem TMK wzrósł w 1Q'12 o 34% r/r, przede wszystkim za sprawą wysokiego zapotrzebowania na rury bez szwu dla przemysłu naftowego (OCTG). W 2Q'12 TMK spodziewa się wysokich

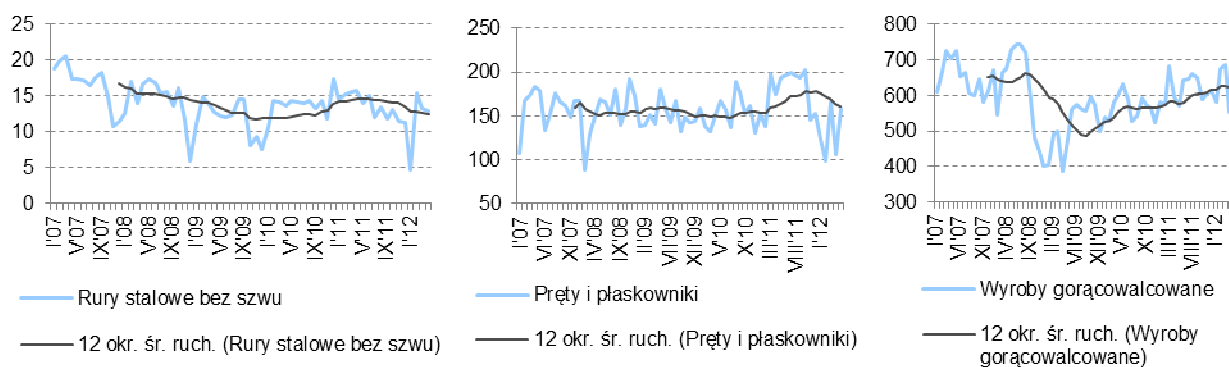
wolumenów sprzedaży do branży wydobywczej (OCTG). Spodziewa się również wartości EBITDA na poziomie zbliżonym do 1Q'12.

Tenaris w roku 2012 spodziewa się wzrostu projektów energetycznych za rosnącym popytem na energię na świecie. Spółka zwraca również uwagę na rosnącą ilość projektów wydobywczych zlokalizowanych na wodach o dużych głębokościach. Według Spółki w 2012 roku wolumeny sprzedaży rur bez szwu dla przemysłu wydobywania ropy i gazu wrócą do poziomu ostatni raz obserwowanego w 2008 roku. W 1Q'12 przychody ze sprzedaży wzrosły o 12,6% r/r (wolumen +3,1% r/r), a EBITDA na tonę produktu wzrosła o 19,7% r/r. W Ameryce Północnej Spółka obserwuje spadającą ilość odwiertów gazowych, rekompensowaną rosnącą ilością odwiertów naftowych. Spółka obserwuje wzrost zapotrzebowania na produkty premium, natomiast jest zdania, że sprzedaż w Europie nadal infekowana będzie przez niepewność związaną z kryzysem zadłużenia.

Zarząd Vallourec na początku roku pozytywnie ocenił perspektywy całego okresu. Świadczyły o tym z jednej strony nowe projekty wydobywcze i poszukiwawcze w zakresie ropy i gazu, z drugiej zaś spadające ceny stali i oczekiwane spadki cen złomu metalowego. W 1Q'12 przychody ze sprzedaży Vallourec wzrosły o 4,4% r/r (wolumen +0,6% r/r), a EBITDA na tonę produktu spadła o 25,6% r/r (efekt powolnego wypełniania mocy nowych obiektów). W kolejnych kwartałach Zarząd Spółki spodziewa się wysokiej sprzedaży do projektów wydobywczych ropy i gazu oraz produktów typu premium. Słabo natomiast kształtować się będzie popyt pozostałych segmentów jak energetyka, przemysł i automotive. W Europie nadal spostrzegane jest istotne ograniczenie zapasów, przez co popyt na gotowe produkty jest niższy.

Na terenie kraju, po szczytowym zapotrzebowaniu na rury stalowe bez szwu, jakie obserwowaliśmy w 2007 roku dalsze lata przyniosły spadek produkcji. Obecne projekty z wykorzystaniem rur stalowych bez szwu mogą pozwolić na ponowny powrót wolumenów produkcji rur do poziomów nawet 20 tys. ton miesięcznie. Scenariusz taki może zacząć się realizować od pierwszej połowy 2013 roku.

Wolumen produkcji rur stalowych bez szwu, prętów i płaskowników oraz wyrobów gorącownicowych na terenie kraju w latach 2007-2012 (tys. ton)



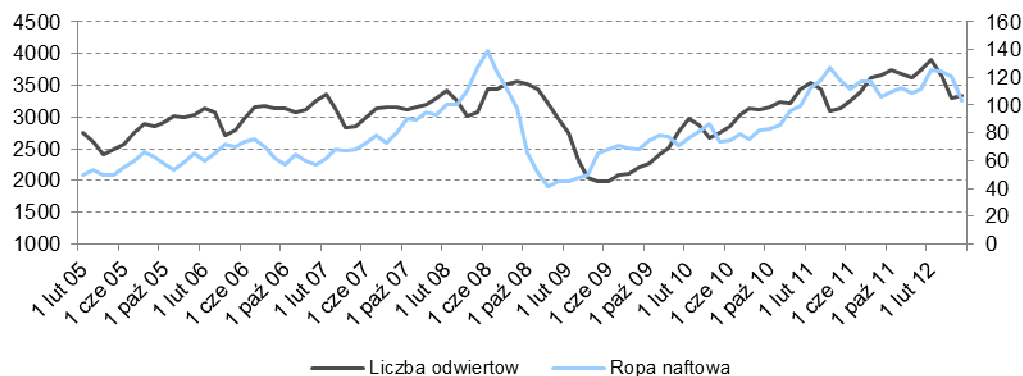
Źródło: DI BRE Banku, GUS

W 1Q'12 wolumen produkcji rur stalowych bez szwu na terenie kraju spadł średnio do poziomu 10,4 tys. ton miesięcznie i był o 33,5% r/r niższy. Najniższa (4,6 tys. ton) miała miejsce w lutym. W kwietniu i maju wolumen uległ poprawie i wyniósł średnio 13,1 tys. ton miesięcznie (-16,3% r/r). W przypadku prętów i płaskowników (Huta Bankowa i Kuźnia Batory) wolumen produkcji wyniósł średnio 129,4 tys. ton miesięcznie i był o 20,6% r/r niższy (w IV i V -28,3% r/r). Produkcja wyrobów gorącownicowych (Huta Bankowa) wyniosła w 1Q'12 647,0 tys. ton miesięcznie i była o 5,5% r/r wyższa (w IV i V +2,7% r/r).

Wydobycie ropy i gazu

Koniunktura w zakresie inwestycji w wydobywanie ropy i gazu oraz procesy eksploracyjne jest ściśle uzależniona od wysokości cen ropy naftowej (od tej zależy również cena gazu na rynkach światowych).

Wielkość odwiertów poszukiwawczych ropy i gazu na świecie (szt.) (lewa skala) oraz cena ropy naftowej na świecie (USD/bbl) (prawa skala)



Źródło: Bloomberg

Najwięcej obecnie, bo ponad 50% odwiertów poszukiwawczych prowadzonych jest na terenie USA (w szczególności gaz łupkowy).

Gro zapotrzebowania na rury wiertnicze generowana jest przez odwierty poszukiwawcze i eksploatacyjne z dna mórz i oceanów. Na koniec lutego 2011 roku na świecie zlokalizowanych było 1260 platform wiertniczych, z czego w użyciu było 715. Na Morzu Północnym ustawione w tym czasie były 164 platformy, z czego w użyciu znajdowało się 141. Kluczową pozycję na rynku offshore zajmują Norwegia i USA. Według danych z 2009 roku Norwegia posiadała w tym czasie najbardziej nowoczesną i drugą co do wielkości po USA flotę jednostek offshore. Do firm norweskich należało jednocześnie ponad 50% znajdujących się w obsłudze platform na świecie.

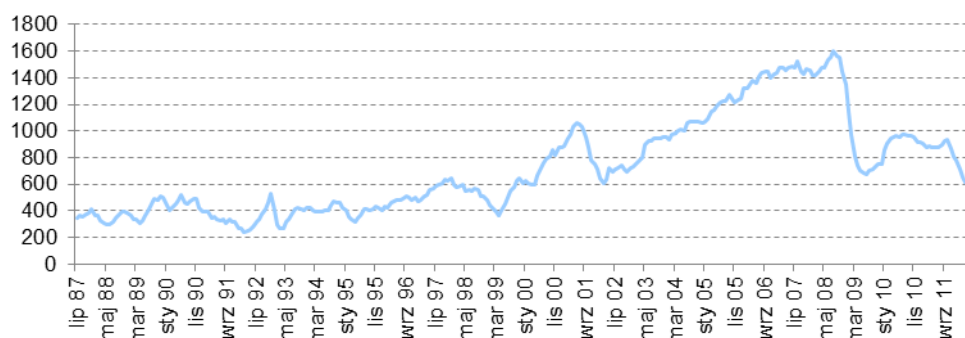
Według Energyfiles globalna liczba podwodnych szybów wiertniczych wzrosła w okresie 2009-2013 w porównaniu do okresu 2004-2008 o około 6%. Głównym motorem wzrostu będą szyby w instalacjach głębokowodnych, które stanowią będą w 2013 roku około 40% wszystkich podmorskich szybów wiertniczych (efekt rozpoczęcia eksploatacji dużych złóż podmorskich zlokalizowanych m.in. u wybrzeży Brazylii). Zejście na coraz to większe głębokości generować będzie coraz większe zapotrzebowanie na rury doprowadzające ropę z dna na powierzchnię.

Gaz łupkowy

Obecnie na terenie Polski trwają prace poszukiwawcze, w celu zidentyfikowania i późniejszej eksploatacji złóż gazu łupkowego. Amerykańska Agencja Informacji Energetycznej szacowała, że polskie zasoby gazu łupkowego wynoszą 5,3 bln m³. Według obliczeń polskich geologów zasoby to minimum 346 mld m³ gazu. Rząd wspiera poszukiwanie gazu na terenie kraju (w prace poszukiwawcze zaangażowane są kontrolowane przez Skarb Państwa PGNiG, Lotos, PKN Orlen, a także spółki energetyczne PGE, Enea i Tauron). Na terenie USA eksploatacja gazu łupkowego pozwoliła na zmniejszenie cen nośnika energetycznego oraz częściowe uniezależnienie się kraju od zewnętrznych dostaw. Skorzystała również na tym gospodarka, stając się bardziej konkurencyjna (tani gaz zwiększył konkurencyjność przemysłu nawozowego, petrochemicznego i produkcji energii).

W 2012 roku na terenie Polski ma zostać przeprowadzonych kilkanaście odwiertów (podobna ilość jak w 2011 roku). Do 2017 roku mają zostać przeprowadzone łącznie 233 odwierty, z czego 123 obligatoryjne (minimum 21 na rok, maksymalnie 39 na rok). Jeden odwiert poszukiwawczy to wydatek na rury wiertnicze w wysokości 3 mln PLN, co oznacza, że coroczne zapotrzebowanie na rury z tytułu odwiertów będzie na poziomie minimum 63 mln PLN i maksimum 117 mln PLN (odpowiednio 5% przychodów Alchemii za 2011 rok i 10% przychodów Alchemii za 2011 rok).

Na terenie USA, które uznawane są obecnie na światowy wzór w zakresie poszukiwania gazu łupkowego pierwsze komercyjne eksploatacje złóż rozpoczęto w roku 2002. W kolejnych sześciu latach liczba odwiertów poszukiwawczych gazu na terenie Stanów Zjednoczonych wzrosła z 600 do około 1600. To z kolei przełożyło się na wzrost zapotrzebowania na rury wiertnicze na terenie kraju. Obecnie zainteresowanie poszukiwaniem gazu ziemnego i łupkowego na terenie USA zmalało w związku ze spadkiem cen gazu. Jest to jednak wynagradzane dynamicznie rosnącą ilością odwiertów poszukiwawczych ropy naftowej.

Wielkość odwiertów poszukiwawczych gazu w USA (liczba sztuk)

Źródło: Bloomberg

Transport ropy i gazu

Rury stalowe bez szwu są powszechnie używane do przesyłu ropy, gazu i innych produktów ropopochodnych na duże dystanse. Rury stalowe bez szwu mają przewagę nad spawanymi (ze szwem) ze względu na możliwość tłoczenia gazów i płynów pod wysokim ciśnieniem (wyższa wytrzymałość). Rury bez szwu znajdują również szerokie zastosowanie przy tłoczeniu gazu LNG (np. w portach przeładunku gazu).

Rynek gazu ziemnego

Podstawowe czynniki dotyczące popytu na rury stalowe bez szwu są związane ze wzrostem wykorzystania gazu ziemnego jako źródła energii zarówno w Polsce jak i w innych krajach (głównie w regionie Europy Środkowo Wschodniej) oraz ściśle z tym związaną modernizacją i rozwojem sieci gazociągów liniowych i dystrybucyjnych.

Według prognoz Agencji US Energy Information Administration (EIA) zużycie gazu na świecie wzrośnie do roku 2035 do poziomu 4,4 mln m³ (+44% vs. zużycie obecne). W krajach europejskich należących do OECD zużycie gazu ziemnego według tej samej organizacji ma rosnać w tempie 0,5% rocznie. Będzie to efektem rosnącego popytu po stronie sektora elektroenergetycznego oraz dużego zastosowania gazu w wielu gałęziach przemysłu, jak również w gospodarstwach domowych. W Polsce Prognozy Zapotrzebowania dla Paliwa i Energii do 2030 roku przewidują wzrost zużycia gazu o 29% (w latach 2006-2030). Pozytywną tendencję dotyczącą wzrostu zapotrzebowania na gaz moglibyśmy zaobserwować, gdyby prowadzone obecnie odwierty poszukiwawcze potwierdziły możliwość wydobycia gazu łupkowego z krajowych zasobów. Wówczas istnieje możliwość zastosowania tańszego gazu w przemyśle i energetyce, a wówczas potrzebne będzie wybudowanie infrastruktury potrzebnej do tranzytu surowca.

W Polsce obecnie ponad 90% energii elektrycznej uzyskuje się ze spalania węgla. Obecnie na terenie kraju tylko 3% energii elektrycznej produkowane jest z gazu ziemnego. Mając na względzie założenia europejskiej i krajowej polityki energetycznej w dziedzinie ograniczania oddziaływania sektora energetycznego na środowisko można się spodziewać rosnącego zainteresowania inwestycji w bloki energetyczne opalane gazem naturalnym. W ostatnim czasie zrealizowane zostały projekty elektrowni EC Lublin (Wrotków), EC Zielona Góra, czy EC Nowa Sarzyna. W planach budowy bloków gazowych są obecnie Elektrownia Grudziądz 900-1200MW (Energia), Elektrociepłownia Stalowa Wola 400MW (Tauron i PGNiG), Elektrownia Pomorzany 200-270MW (PGE), Elektrownia Błachownia 850MW (Tauron, KGHM), Elektrociepłownia Włocławek 400MW (Orlen) i Elektrociepłownia Katowice 135MW (Tauron).

Bezpieczeństwo dostaw gazu

Obecnie wydobycie gazu ziemnego z rodzimych zasobów stanowi około 1/3 krajowego zapotrzebowania. Pozostała część jest sprowadzana, głównie z kierunku wschodniego, tj. Rosji (około 85% importu) Czech i Niemiec (poniżej 15% importu). Taka struktura krajów, z których Polska importuje gaz zmusza do poszukiwania rozwiązań mających na celu dywersyfikację źródeł i zwiększania bezpieczeństwa energetycznego.

Obecnie według Polityki Energetycznej Polski do 2030 roku planowane jest zwiększenie pojemności magazynowych gazu ziemnego, rozbudowa systemu przesyłowego i dystrybucyjnego gazu ziemnego, budowa terminalu do odbioru skroplonego gazu ziemnego (LNG) oraz dywersyfikacja dostaw przez budowę systemu przesyłowego umożliwiającego dostawę gazu z kierunków północnego, zachodniego i południowego oraz zwiększenie możliwości wydobywczych gazu ziemnego na terytorium Polski.

W przypadku magazynów podziemnych gazu ziemnego Komisja Europejska zatwierdziła pomoc publiczną do projektu budowy takich obiektów na terenie kraju. W wyniku realizacji

projektów powstanie infrastruktura, pozwalająca na zwiększenie łącznej pojemności magazynów z 1,6 mld m³ do 2,6 mld m³. Magazyny, dla których KE przyznała dotację są wymienione w tabeli poniżej:

Magazyny gazu ziemnego, których budowę zaplanował PGNiG

Magazyn	Dodatkowa pojemność
Podziemny magazyn gazu Strachocina	+ 180 mln m ³
Podziemny magazyn gazu Wierchowice	+ 625 mln m ³
Kawernowy magazyn gazu Mogilno	+ 165 mln m ³
Kawernowy magazyn gazu Kosakowo	+ 100 mln m ³

Źródło: Gaz-System S.A.

Oprócz powyższych projektów, Gaz System chciałby wybudować magazyn o pojemności 2,5-3,0 mld m³ na terenie Polski lub Łotwy. Polska Spółka miałaby 70-80% udziałów w projekcie, którego koszt szacowany jest na 2,5 mld PLN. Według wypowiedzi Prezesa Gaz-Systemu – Jana Chadama – pojemności magazynowe na terenie kraju powinny wynosić około 5,0 mld m³ gazu, podczas, gdy obecnie, te szacowane są na 1,8 mld m³. Budowa tak dużego magazynu mogłaby trwać od trzech do ośmiu lat.

Gaz System planuje również rozbudowę infrastruktury gazowej w Polsce. Obecnie według naszych danych 11 projektów zostało zakwalifikowanych lub ich zakwalifikowanie jest bliskie w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. Oprócz wymienionych poniżej projektów w ramach dofinansowania ze środków Unii Europejskiej potrzeba będzie dobudowania całej sieci gazociągów dystrybucyjnych. Pięć z poniższych projektów kwalifikuje się do rozmiaru rur, jakie dostarcza Grupa Alchemia S.A (do 508 mm).

Gazociągi, których budowę zaplanował Gaz - System

	Długość (km)	Średnica (mm)	Inwestycja w latach	Wartość inwestycji (mln PLN)
Gazociąg Gdańsk - Szczecin	265	700	2011-2013	929,2
Gazociąg Rembelszczyzna - Gustorzyn	176	700	2011-2014	628,8
Gazociąg Włocławek Gdynia	64	500	2008-2011	118,0
Gazociąg Szczecin - Lwówek	186	700	2009-2014	709,6
Gazociąg Gustorzyn - Odolanów	168	700	2011-2014	638,0
Gazociąg Jeleniów - Dziwiszów	65	500	2011-2012	150,0
Gazociąg Polkowice - Żary	66	300	2011-2014	81,0
Gazociąg Strachocina - Pogórska Wola	120	700	2012-2014	308,0
Gazociąg Hermanowice - Strachocina	80	700	2012-2014	224,0
Gazociąg Zdzeszowice - Wrocław	178	500	2013-2015	451,0
Gazociąg Skoczów - Komorowice - Oświęcim	51	500	2013-2015	127,3

Źródło: Gaz-System S.A.

Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko dla inwestycji związanych z przesyłem gazu został podzielony na część: projekty podstawowe (w 2007-2013 nakłady 1,4 mld EUR i dotacje 0,4 mld EUR) i projekty dodatkowe (gdyby środki nie zostały wykorzystane do 2013 roku, istnieje możliwość wykorzystania ich do roku 2015). Plany Ministerstwa Rozwoju Regionalnego na lata 2007-2013 obejmują między innymi budowę i rozbudowę połączeń gazowych między Pomorzem a gazociągiem jamalskim, budowę magazynów gazu oraz gazoportu w Świnoujściu (LNG). W przypadku tego ostatniego, inwestycja prowadzona przez Spółkę Polskie LNG, Urząd Morski w Szczecinie, Zarząd Portów Morskich Szczecin i Świnoujście oraz Gaz System będzie gotowa do końca 2014 roku. Jej wartość, to około 3 mld PLN, z czego 925 mln PLN będzie finansowane z funduszy UE.

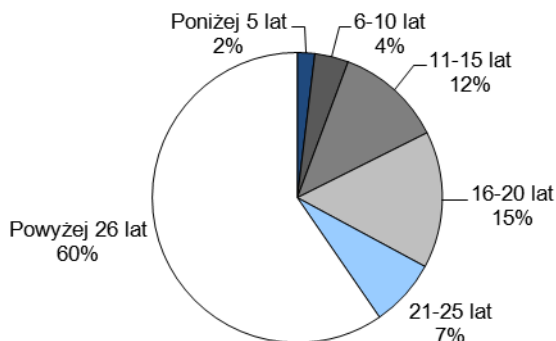
Część środków przewidzianych w Programie Operacyjnym Infrastruktura i Środowisko związana będzie z programami dotyczącymi bezpieczeństwa energetycznego, w tym dywersyfikacji źródeł energii. Na te cele rządowe plany przekraczają kwotę około 1,7 mld EUR, w tym 57% pochodzić będzie z funduszy UE (Fundusz Spójności). Poza tymi planami w Polsce potrzeba jest obecnie zwiększenia stopnia gazyfikacji kraju, gdyż według badań Ministerstwa Rozwoju Regionalnego spośród 2,5 tys. gmin znajdujących się na terenie kraju połowa nie została dotychczas zgazyfikowana.

Oprócz wymienionych wyżej projektów w realizacji jest koncepcja rozbudowy systemów gazociągów na Dolnym Śląsku, pozwalających na import gazu z Niemiec. Projekt ten obejmuje modernizację gazociągów Dziwiszów – Taczalin oraz budowę gazociągu Taczalin – Radkowice – Gałów (31 km 500 mm).

Kolejnym ważnym punktem związanym z bezpieczeństwem dostaw gazu jest modernizacja wybudowanej już sieci gazociągów. W Polsce ta ma długość 141,5 tys. km, na co składa się 18,5 tys. km sieci przesyłowej oraz 123 tys. km sieci dystrybucyjnej. W przypadku gazociągów

zarządzanych przez Gaz System (9 tys. km) około 60% gazociągów ma powyżej 26 lat, co wymaga stałego monitorowania infrastruktury oraz ciągłych nakładów na remonty. Stare gazociągi nie są dodatkowo powlekane izolacją wewnętrzną, co zwiększa koszty transportu gazu na odległość (większy opór - wyższe koszty dystrybucji). Wymiana na nowe gazociągi zmniejszałaby koszt ich utrzymania i koszt transportu.

Struktura wiekowa rurociągów zarządzanych przez Gaz-System (%)



Źródło: Bloomberg

Transport ropy naftowej i produktów ropopochodnych

W Polsce właścicielem głównych rurociągów naftowych jest Przedsiębiorstwo Rurociągów Naftowych „Przyjaźń” S.A. Spółka zarządza jednym z ogniw środkowoeuropejskiego systemu rurociągowego Drużba, który zaliczany jest do jednego z największych na świecie. Przez polski odcinek, obecnie płynie około 30% eksportowanego przez Polskę do Europy Zachodniej surowca. Dodatkowo na terenie kraju znajdują się rurociągi do transportu produktów ropopochodnych (Płock – Ostrów Wielkopolski; Płock – Rejowiec; Płock - Boronów).

Obecnie PGNiG wydobywa i sprzedaje około 500 tys. ton ropy naftowej. W 2012 roku Spółka planuje oddanie kopalni Lubiatów-Międzychód-Grotów, co podwoi do 1 mln ton wydobycie i sprzedaż surowca.

Chemia

Korzystając z koniunktury w poprzednim roku polska chemia wraca do realizacji inwestycji.

Grupa Azoty Tarnów w bieżącym roku planuje przeznaczyć na inwestycje około 460 mln PLN (głównie inwestycje odtworzeniowe, modernizacyjne i unowocześniające procesy produkcyjne). Grupa planuje budowę elektrociepłowni gazowej o mocy 200MW, która mogłaby być gotowa na koniec 2016 roku.

Po uregulowaniu zobowiązań za gaz oraz spłacie pożyczki ARP (150 mln PLN) – Zakłady Chemiczne Police również rozważają podjęcie w przyszłości działań inwestycyjnych. Dokładne plany nie są jednak jeszcze znane.

W IH'12 Zakłady Azotowe Puławy planowały wydatki inwestycyjne na około 250 mln PLN. Były to również rekordowe jak dotychczas wydatki przypadające na jeden rok obrotowy. Najważniejsze z nich to budowa instalacji odsiarczania spalin (całkowity budżet 0,5 mld PLN), inwestycja w produkcję stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu (około 100 mln PLN).

Grupa Ciech do 2015 roku planuje wydatki inwestycyjne na poziomie 1,2 mld PLN. Wśród najważniejszych projektów inwestycyjnych realizowanych w zakładach Grupy jest Modernizacja Elektrociepłowni Janikowo (około 231 mln PLN), budowa innowacyjnej instalacji produkcji substancji czynnej środków ochrony roślin MCPA i MCPP-P w Organice-Sarzynie (103 mln PLN). Dodatkowo planowane są inne projekty innowacyjne, jak: wdrożenie innowacyjnej technologii produkcji epichlorohydryny z bio-gliceryny (58 mln PLN), intensyfikacja produkcji sody oczyszczonej (15 mln PLN), jak również optymalizacja procesu produkcji TDI do zdolności produkcyjnej 90 tys. ton/rok (32 mln PLN). Ponadto do końca 2015 roku Grupa planuje wydać 258 mln PLN na inwestycje modernizacyjno-odtworzeniowe w Soda Polska Ciech.

Górnictwo

Rury stalowe bez szwu są powszechnie stosowane w urządzeniach hydraulicznych znajdujących zastosowanie w obudowach górniczych. Każda sekcja obudów posiada po kilka takich urządzeń.

W Polsce na koniec września 2011 roku zapasy na przykopalnianych zwałowiskach spadły do poziomu 1834,1 tys. ton, czyli najniżej od grudnia 2008 roku. Sprzedaż węgla w pierwszej

połowie roku przekroczyła wielkość wydobycia, a import węgla w wyniósł około 15 mln ton (wypowiedź Prezesa Węglukoksu), co wynika bardziej z wysokiego zapotrzebowania niż konkurencyjności cenowej importowanego towaru (ten ostatni w rzeczywistości jest droższy niż węgiel krajowy).

Większa atrakcyjność cenowa węgla krajowego względem importowanego, oraz duże wolumeny sprzedaży przyczyniły się w ubiegłym roku do poprawy wyników finansowych trzech największych polskich spółek wydobywczych. Kompania Węglowa w okresie 9m'11 wypracowała 439 mln PLN zysku netto wobec 278 mln PLN straty w analogicznym okresie roku ubiegłego (plan na ten rok to 500 mln PLN zysku netto), Katowicki Holding Węglowy wygenerował 150 mln PLN zysku netto vs. 6 mln PLN zysku w 9m'11 (plan całoroczny, to 200 mln PLN, ale wydaje się raczej mało osiągalny), a Jastrzębska Spółka Węglowa 1107,4 mln PLN wobec 1133,6 mln PLN rok wcześniej (konsensus rynkowy zakłada wypracowanie w bieżącym roku 2061,7 mln PLN). Dobre wyniki finansowe, przy rosnących wolumenach sprzedaży zainicjowały dyskusję nad potencjalnymi inwestycjami górniczymi, które zaniedbywane w latach wcześniejszych mogłyby doprowadzić do przerwania spadającego wolumenu wydobycia, jaki w Polsce obserwowany był przez długi okres.

Lepsza ubiegłoroczna sytuacja finansowa kopalni zlokalizowanych na terenie kraju spowodowała, że te dużo chętniej były zainteresowane inwestowaniem w nowy sprzęt. Krajowe zaplecze od 4Q'11 odnotowywało wzrost kontraktacji nowych umów, co będzie miało wpływ na popyt na podzespoły do konstrukcji obudów w całym 2012 roku.

O ile zamówienia na inwestycje górnicze w 2012 roku znajdować się będą na rekordowo wysokim poziomie, to bardzo możliwe, że obecnie spadające na światowych rynkach ceny węgla spowodują presję na ceny w 2013 roku na rynku krajowym. Wówczas jeżeli wyniki finansowe spółek wydobywczych by spadały, to możemy mieć do czynienia ze spadkiem zapotrzebowania na inwestycje w 2013 roku. Wówczas należy się spodziewać spadku zamówień na rury bez szwu od tego segmentu rynku.

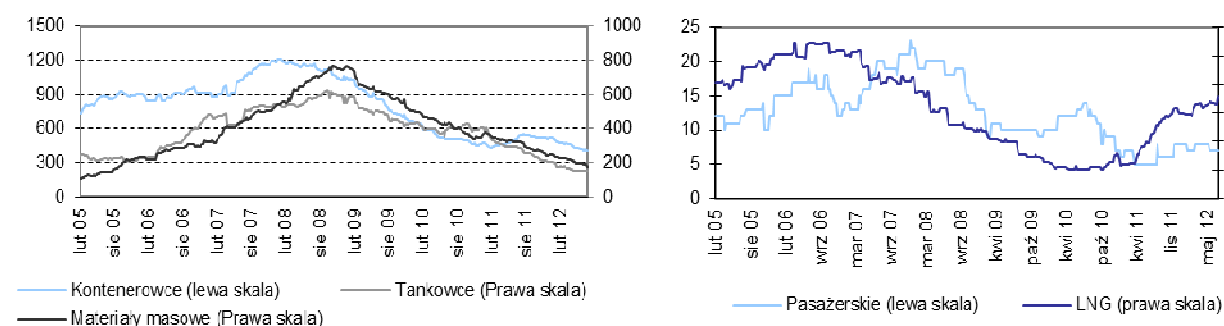
Przemysł stoczniowy

Rury stalowe bez szwu znajdują szerokie zastosowanie w przemyśle okrętowym do budowy statków.

Przemysł stoczniowy poczynszy od 2004 roku rozwijał się bardzo dynamicznie. W latach 2004-2008 światowa flota liczona w giga tonach zwiększała się ze średnioroczną dynamiką na poziomie 8%, podczas gdy w latach 1988-2003 średnioroczny przyrost wynosił tylko 3%. Sprzyjał temu wzrost obrotów handlowych oraz rosnące taryfy przewozowe, które tylko w 2004 roku w porównaniu do roku poprzedniego uległy potrojeniu, a w roku 2008 wzrosły prawie dwukrotnie. To w połączeniu ze stosunkowo łatwym do pozyskania źródłem finansowania (nadpodaż pieniądza) sprawiło, że przewoźnicy chętnie zgłaszali zapotrzebowanie na nowe statki przewozowe. To również, przy rosnących cenach nowych okrętów dodatkowo dawało szansę na zarobek dla spekulantów, którzy zgłaszali zapotrzebowanie na statek, który po realizacji trafiał do rąk będącego w potrzebie armatora. Spadek obrotów handlowych w końcówce 2008 roku, a co za tym również idzie taryf przewozowych spowodował znaczące zmniejszenie liczby nowych zamówień w zakresie budowy statków oraz falę rezygnacji z wcześniej zamierzonych inwestycji. O ile jeszcze w 2009 roku ilość wcześniej nagromadzonych zleceń była istotna, co pozwalało na stosunkowo duże wykorzystanie mocy wytwórczych, to napływ nowych zleceń był niski, a to budzi obawy o zakres prac w kolejnych latach.

Obecnie stocznie na całym świecie największy problem z obłożeniem mocy mają na lata 2012-2013. Biorąc pod uwagę światowy backlog na koniec 2009 roku to o ile liczba realizacji w roku 2009 otarła się o rekordowe 70 mln CGT (skompensowana pojemność rejestrowa brutto), to realizacje przewidziane na 2010 rok spadły już do około 60 mln CGT, a w 2011 roku do około 45 mln CGT.

Ilość statków będąca w budowie na świecie (szt.)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

W 2010 roku zapotrzebowanie na nowe okręty miało miejsce głównie w zakresie statków do przewożenia materiałów masowych (za sprawą zwiększonych wolumenów wymiany handlowej gospodarek Indii i Chin w zakresie surowców i materiałów kopalnianych), mniej z kolei tankowców (tylko Południowa Korea i Chiny nie odczuły istotnego zmniejszenia liczby zamówień). Bardzo słabo kształtuje się popyt na kontenerowce, skutkiem spadku obrotów handlowych i osłabienia wymiany międzynarodowej. Powoli zaczynają się odbudowywać zlecenia na statki pasażerskie oraz statki typu offshore (zaopatrzeniowce, okręty do konstrukcji morskich, dźwigowe).

Zgodnie z wcześniej przedstawionymi trendami w Europie, o ile stocznie, które zajmują się budową statków pasażerskich spostrzegają napływ nowych zamówień (wciąż istotnym problemem jest obłożenie mocy na lata 2012-2013), to w przypadku kontenerowców rynek wygląda mało optymistycznie i raczej trudno będzie się spodziewać szybkiej poprawy, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę, że obecnie flota kontenerowców jest stosunkowo młoda. W przypadku statków pasażerskich istotnym problemem w przyszłości może stać się konkurencja stoczni zlokalizowanych w Południowej Korei, czy nawet Chinach. Kraje te bowiem aspirują do poszerzenia swoich działań również w tych segmentach, a posiadają one bardzo istotną przewagę pod względem kosztu wytworzenia oraz możliwości pokonania bardzo istotnej w przemyśle stoczniowym bariery, jaką jest zapewnienie finansowania inwestycji (w Chinach stocznie są silnie wspierane przez rząd, a w Korei stocznie to część ogromnych konglomeratów, w skład których wchodzi całe koncerny, a czasem i banki). Wciąż bardzo perspektywicznym segmentem Europy pozostaje budowa statków typu offshore, co związane jest z rozwijającym się sektorem inżynierii morskiej. Pojawia się również coraz większe zainteresowanie okrętami do przewozu LNG (efekt taniego gazu łupkowego w USA). Tym niemniej podobnie jak w przypadku statków pasażerskich coraz bardziej widoczna w tym segmencie pozostaje konkurencja Chin i Korei Południowej.

W obliczu wyżej podanych argumentów trudno się dopatrywać szybkiego powrotu koniunktury w europejskim przemyśle stoczniowym. Mimo, że motoryzacja otrzymała odpowiednie pakiety stymulacyjne pomagające utrzymać się branży w czasie osłabienia koniunktury, to stocznie jak na razie muszą radzić sobie same. Będzie to tym bardziej dotkliwe, jeśli ku ukończeniu będą się zbliżać projekty wcześniej zgłoszone, a stocznie staną przed widmem znacznego spadku ilości nowych zleceń. Ambitne prognozy TTS Group z Norwegii, jednego z globalnych producentów urządzeń dla sektora offshore oraz urządzeń portowych wynika, że po 2010 roku w kolejnych latach nastąpi stabilizacja popytu na nowe statki we wszystkich kategoriach. Nieznacznie lepiej z kolei powinien wyglądać popyt generowany na okręty typu offshore.

Budownictwo energetyczne

Rury bez szwu, ze względu na swoją wysoką wytrzymałość, znajdują duże zastosowanie przy budowie budynków wielkokubaturowych i projektów energetycznych. Rury stalowe ze szwem stosowane do budowy sieci przesyłowych mogą osiągać wytrzymałość nawet do 300 MPa, podczas gdy rury stalowe bez szwu nawet do 690 MPa. Dodatkowo rury bez szwu są wysoce wytrzymałe na zewnętrzne napięcia oraz działanie temperatur.

W Polsce obecnie planowanych jest kilkanaście projektów budowy bloków energetycznych, zarówno opalanych węglem, jak i gazem ziemnym.

Szacunkowa reguła budownictwa energetycznego zakłada, że na 1 MW mocy bloku energetycznego potrzeba jest około 20 ton rur stalowych. Przekładając to na przedstawione poniżej plany dotyczące budowy bloków energetycznych na terenie kraju, szacunkowe zapotrzebowanie na rury stalowe przy wykonywaniu tych obiektów wahają się między 173 – 190 tys. ton. Odpowiada to jednocześnie 1x krotność obecnych mocy produkcyjnych całej Grupy Alchemia.

Przetargi Energetyczne w Polsce

Lokalizacja, moc, inwestor	Zapotrzebowanie na rury stalowe (tys. ton)
Opole, 2*1000 MW, PGE (rozstrzygnięty)	200
Kozienice, 900-1000 MW, Enea	90 - 100
Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	80 - 91
Turów, 430-450 MW, PGE	43 - 45
Stalowa Wola, 400 MW, Tauron i PGNiG	40
Włocławek, 400-500 MW, PKN Orlen	40 - 50
Wrocław, 400 MW, Fortum	40
Elektrownia Grudziądz 900-1200MW, Energa	90 - 120
Pomorzany 200-270MW, PGE	20 - 27
Elektrociepłownia Katowice 135MW, Tauron	13,5
Elektrownia Ostrołęka 850 - 1000MW, Energa	85 - 100
Elektrownia Blachownia 850 MW, Tauron KGHM	85
Elektrociepłownia Włocławek 400MW, Orlen	40

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Budownictwo infrastrukturalne

W zakresie budownictwa infrastrukturalnego rury bez szwu znajdują zastosowanie na rynku wodno-kanalizacyjnym, przy budowie budynków wielokubaturowych oraz konstrukcji stalowych (elementy hal, stadionów).

W przypadku rynku wodno-kanalizacyjnego ze względu na zwiększenie wymagań jakościowych stanu środowiska wynikających z wprowadzenia unijnych standardów, w Polsce potrzebne są obecnie wielomiliardowe inwestycje w infrastrukturę. Według prospektu emisyjnego Spółki Izostal, wartość koniecznych inwestycji, to około 18 mld EUR, w tym 4,5 mld EUR na systemy kanalizacyjne i 10,3 mld EUR na oczyszczalnie ścieków. Polska może liczyć na około 3,3 mld EUR dofinansowania inwestycji w ramach Funduszu Spójności. Projekty te mają być realizowane do 2015 roku.

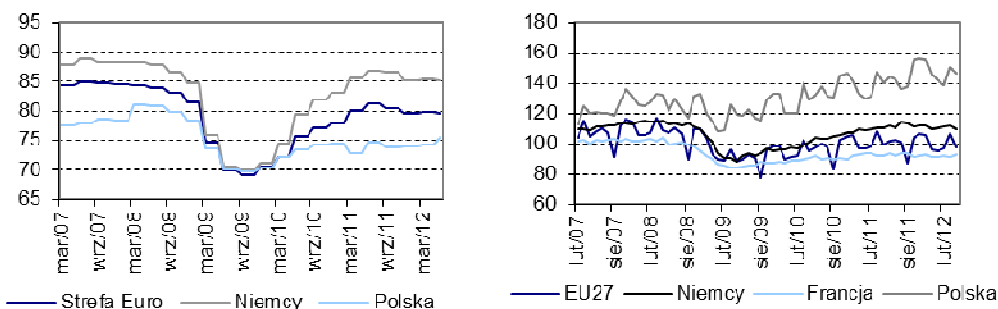
W przypadku budowy stadionów prawdopodobnie w dwóch ostatnich latach mieliśmy do czynienia z lokalnym maksimum, jeśli chodzi o tego typu wydatki, co było związane z organizacją turnieju EURO 2012. Rynek konstrukcji stalowych, poza energetyką znajduje się obecnie w okolicach lokalnego dołka, ale niepewność co do przyszłości może sprawiać, że inwestorzy niechętnie będą podchodzili do rozpoczynania nowych projektów. To samo dotyczy rynku magazynowego, który po lokalnym maksimum, jeśli chodzi o inwestycje w latach 2007-2008 spowodował nadpodaż dostępnej powierzchni na rynku lokalnym. W przypadku wysokościowców, obecnie na terenie Polski buduje się 7 obiektów o wysokości powyżej 70 metrów.

Segment wyrobów kutych walcowanych i gorącawalcowanych

Koniunktura w przemyśle polskim i europejskim

Na koniec 2011 roku wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle strefy Euro wyniosło 79,6%. W Niemczech sięgnęło 85,2%, a w Polsce 75,7%. Wartości te znajdowały się jednocześnie na poziomie niższym niż jeszcze w połowie 2011 roku. Spadek wykorzystania mocy produkcyjnych na terenie Niemiec i Unii Europejskiej przenosi się na gospodarkę Polską.

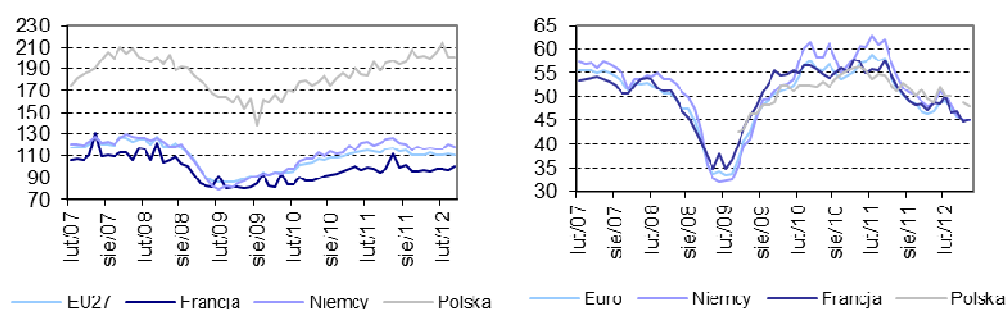
Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%) (L) oraz wskaźnik produkcji sprzedanej przemysłu (2005=100) (P)



Źródło: Bloomberg

Słabe perspektywy dla produkcji przemysłowej w Europie wieszczą wskaźniki wyprzedzające PMI. Ten dla strefy Euro w marcu po raz jedenasty od połowy 2011 roku spadł poniżej 50 punktów i obecnie wynosi 45,1 punktów. W przypadku Polski ostatni odczyt z czerwca wskazywał poziom 48,6 punktów. W Niemczech w marcu PMI wyniósł 45,0 punktów, czyli najniższy od czerwca 2009 roku.

Wskaźnik nowych zamówień w przemyśle (L) (r/r) oraz wskaźnik PMI (P)

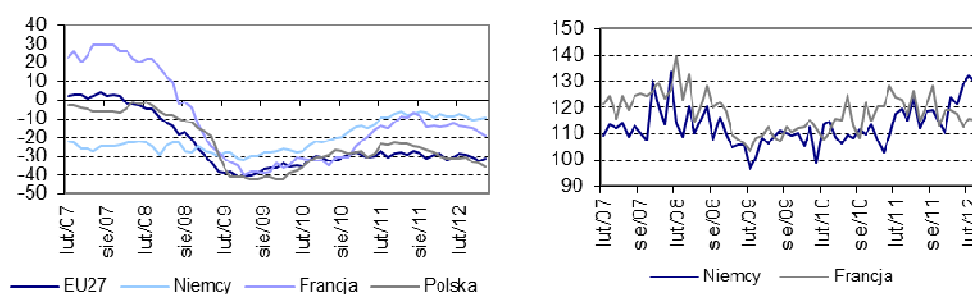


Źródło: Bloomberg

W przypadku wskaźników dotyczących nastroju w budownictwie pozytywnie na tle Europy wyróżniają się Francja i Niemcy. Trend jednak w obu krajach jest spadkowy. Znacznie gorzej sytuacja wygląda w pozostałych krajach strefy oraz w Polsce.

Naszym zdaniem wskaźniki dotyczące koniunktury w Europie pokazują, że w przyszłych miesiącach możemy się spodziewać wyhamowania koniunktury w przemyśle europejskim. Prawdopodobnie ucierpi na tym również i nasz przemysł. Nie spodziewamy się natomiast by sytuacja upodobniła się do tej z 2009 roku, kiedy pod znakiem zapytania stanęły wszystkie projekty inwestycyjne, a gospodarki pozostały z dużą ilością zapasów produktów.

Wskaźnik nastroju w budownictwie (L) oraz wskaźnik nowych zamówień w budownictwie (2000 = 100) (P)



Źródło: Bloomberg

Wyniki 2011

W 2011 roku przychody ze sprzedaży Grupy Alchemia wyniosły 1156,0 mln PLN i były o 72,4% r/r wyższe. Znacząco, bo aż o 264,0% wzrosły przychody ze sprzedaży segmentu rur i wlewk stalowych, co związane było z jednej strony z wyższym wolumenem sprzedaży, z drugiej zaś z przejęcia Rurexpolu (1Q'11) i Walcowni Rur Andrzej (4Q'11). W zakresie wyrobów walcowanych długich i pierścieni kuto walcowanych sprzedaż w 2011 roku wzrosła o odpowiednio 46,3% r/r i 40,8% r/r, co pozwoliło Hucie Bankowej na niemalże 100% obłożenie mocy produkcyjnych. Kuźnia Batory poprawiła wynik sprzedażowy o 27,6% r/r.

Wynik operacyjny w całym 2011 roku wyniósł 141,7 mln PLN (+536,4% r/r), a EBITDA 194,3 mln PLN (308,2% r/r). Na obie wartości wpływała pozostała działalność operacyjna, której saldo wyniosło +30,8 mln PLN (odpisy -9,7 mln PLN; negative goodwill WRA +35,8 mln PLN). Gdyby nie zaksięgowanie zysku na okazyjnym przejęciu, wówczas wynik operacyjny za 2011 roku wyniósłby 110,9 mln PLN, a zysk netto 87,7 mln PLN.

W 2011 roku wyniki znacząco uległy poprawie w Hucie Bankowej, co z jednej strony wynikało z działania dźwigni operacyjnej (bliskie 100% obłożenie mocy), z drugiej z częściowej poprawy marży na produktach. W sumie podmiot zależny po wyłączeniach konsolidacyjnych wypracował około 40 mln PLN zysku operacyjnego (około 36% wyniku operacyjnego Grupy). Wyniki poprawił również segment rur stalowych bez szwu. Marża EBITDA segmentu bez wyłączeń konsolidacyjnych w 2011 roku sięgnęła 21,5%, mimo, że obłożenie mocy produkcyjnych sięgnęło około 80% (najniżej od 2007 roku, kiedy marża EBITDA segmentu wyniosła 27%).

Saldo na działalności finansowej w 2011 wyniosło -3,4 mln PLN, a zysk netto 118,5 mln PLN.

Wyniki Grupy Alchemia w 2011 i 2010 roku

(mln PLN)	2011	2010	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 156,0	670,6	72,4%
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	1 380,3	379,2	264,0%
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	44,2	34,7	27,6%
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	273,0	186,6	46,3%
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	106,7	75,7	40,8%
EBIT	141,7	22,3	536,4%
marża (%)	12,3%	3,3%	
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	254,8	19,6	1199,1%
marża (%)	18,5%	5,2%	
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	5,0	-2,4	-
marża (%)	11,3%	-6,9%	
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	53,3	9,8	446,0%
marża (%)	19,5%	5,2%	
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	22,9	15,0	52,9%
marża (%)	21,4%	19,7%	
EBITDA	194,3	47,6	308,2%
marża (%)	16,8%	7,1%	
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	297,2	35,4	738,5%
marża (%)	21,5%	9,3%	
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	10,3	-2,4	-529,2%
marża (%)	23,2%	-6,9%	
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	53,3	14,7	263,1%
marża (%)	19,5%	7,9%	
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	24,2	16,8	43,8%
marża (%)	22,7%	22,2%	
Pozostała działalność operacyjna	30,8	3,7	725,2%
Zysk netto	118,5	14,7	705,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A Alchemia

* Bez uwzględnienia korekt konsolidacyjnych

Saldo przepływu środków pieniężnych z działalności operacyjnej w 2011 roku wyniosło +97,7 mln PLN vs. +41,1 mln PLN rok wcześniej.

Wyniki 1Q'12

W 1Q'12 przychody ze sprzedaży Grupy Alchemia wyniosły 332,7 mln PLN i były o 25,9% r/r wyższe. Na wzrost wielkości obrotu wpływ miała akwizycja Walcowni Rur Andrzej, jaka miała miejsce w 4Q'11. W wyniku przejęcia moce produkcyjne Grupy w zakresie rur walcowanych bez szwu wzrosły o 25%, a sprzedaż segmentu rur była w 1Q'12 o 37,2% r/r wyższa. W przypadku pozostałych głównych segmentów, każdy z nich odnotował w 1Q'12 wzrost sprzedaży w przedziale 6,4% - 43,8% r/r.

W 1Q'12 pozytywny wpływ na wyniki miało również osłabienie PLN do EUR, w wyniku czego sprzedaż zagraniczna była bardziej rentowna. Mimo spadku cen stali na światowych rynkach średnia cena kęsów w PLN, w wyniku osłabienia się lokalnej waluty była nadal o 3% r/r wyższa (branża z opóźnieniem reaguje cennikami na wzrost wartości surowców, co powoduje że w krótkim terminie rentowność jest niższa). Z negatywnych czynników mających wpływ na wyniki należy wymienić wysokie ceny złomu, w wyniku czego rentowność na pozyskiwaniu surowca na stalowni w Hucie Batory była w 1Q'12 niższa (średnia różnica między ceną złomu stalowego wsadowego grubego a ceną kęsów stalowych w 1Q'12 wynosiła 953,6 PLN/t, a w 4Q'11 1220,1 PLN/t).

Najbardziej dynamiczną poprawę rezultatów odnotowały segmenty wyrobów kutech (EBITDA +455,4% r/r), pierścieni kuto walcowanych (EBITDA +61,2% r/r). Słabiej natomiast wyniki kształtowały się w segmentach rur i wlewk stalowych (EBITDA -26,8% r/r) i wyrobów walcowanych długich (EBITDA -34,6% r/r). Warto zauważyć, że w II'12 według GUS miał miejsce jednorazowy spadek produkcji rur bez szwu (4,6 tys. ton w skali miesiąca na terenie kraju – rekordowo niski poziom) oraz prętów i płaskowników (99,3 tys. ton – najniżej od II'08).

Wynik netto całej Grupy w 1Q'12 wyniósł 16,4 mln PLN i był o 5,4% r/r wyższy.

Wyniki Grupy Alchemia w 1Q'12 i 1Q'11

(mln PLN)	1Q'12	1Q'11	zmiana
Przychody ze sprzedaży	332,7	264,2	25,9%
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	404,0	294,3	37,2%
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	12,3	9,6	27,7%
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	77,1	72,5	6,4%
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	30,0	20,9	43,8%
EBIT	25,8	21,2	21,7%
marża (%)	2,2%	3,2%	
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	3,9	9,3	-58,4%
marża (%)	0,3%	2,5%	
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	1,6	0,3	455,4%
marża (%)	3,6%	0,8%	
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	8,0	13,1	-38,9%
marża (%)	2,9%	7,0%	
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	6,7	3,9	69,2%
marża (%)	6,2%	5,2%	
EBITDA	35,3	29,1	21,3%
marża (%)	3,1%	4,3%	
Rury i wlewki stalowe (Batory, Rurexpol, WRA)*	10,8	14,8	-26,8%
marża (%)	0,8%	3,9%	
Wyroby kute (Kuźnia Batory)*	1,6	0,3	455,4%
marża (%)	3,6%	0,8%	
Wyroby walcowane długie (Huta Bankowa)*	9,4	14,4	-34,6%
marża (%)	3,4%	7,7%	
Pierścienie kuto walcowane (Huta Bankowa)*	7,2	4,5	61,2%
marża (%)	6,8%	5,9%	
Pozostała działalność operacyjna	1,2	0,3	287,0%
Zysk netto	16,4	15,6	5,4%

Źródło: Dł BRE Banku S.A Alchemia

* Bez uwzględnienia korekt konsolidacyjnych

Perspektywy na 2012 rok i dalej...

Na początku 2012 roku Zarząd Alchemii pozytywnie patrzy na perspektywy na 2012 rok. W wywiadzie dla Gazety Giełdy Parkiet Prezes Karina Wściubiak-Hankó liczy, że Spółce uda się co najmniej osiągnąć wyniki z 2011 roku (nie uwzględniając transakcji jednorazowej na przejęciu Walcowni Rur Andrzej). Na początku roku Spółce sprzyjają kursy walutowe (słaba złotówka) oraz niskie ceny stali. Negatywne trendy wynikają z wysokich cen złomu (co zwiększa koszt pozyskania surowca z pieca indukcyjnego) oraz skrócenia się w czasie portfela zamówień (obecnie jeden miesiąc, w 2011 było to na poziomie kilku miesięcy, a w latach 2007-2008 nawet powyżej pół roku). Pamiętać należy, że od początku 2012 roku Grupa w całości konsolidować będzie zakupioną w 4Q'11 Walcownię Rur Andrzej. Wzrost Grupy o dodatkowy podmiot zwiększać będzie siłę zakupową Grupy (potencjalnie Grupa produkować będzie 381 tys. ton stali, co odpowiada 4,4% prognozowanej produkcji stali na terenie kraju w 2011 roku). Potencjalne inwestycje w sektorze wydobywania (gaz łupkowy, wydobywanie ropy i gazu), budownictwie energetycznym, przesyłach ropy i gazu oraz górnictwie powinny pozytywnie wpływać na koniunkturę w zakresie rur stalowych bez szwu. To natomiast powinno się przyczynić do zwiększenia mocy produkcyjnych i wzrostu rentowności (działanie dźwigni operacyjnej).

Planowane inwestycje przyszłościowe – własna stalownia

Grupa Alchemia obecnie jest wysoce uzależniona od dostawców stali, w tym głównie Acelor Mittal i Huty Częstochowa (właścicielem od 2005 roku jest Związek Przemysłowy Donbasu)(ponad 60% dostaw). Pozostała część dostarczana jest z importu oraz dostawami własnego pieca indukcyjnego do przetapiania złomu. Spółka nie wyklucza w przyszłości zainwestowania w projekt budowy własnej stalowni opartej o piec indukcyjny. Budowa trwałaby około 3 lat, a koszt szacowany jest między 400-700 mln PLN. Wówczas Spółka mogłaby w znaczącym stopniu uniezależnić się od zewnętrznych dostaw stali i uodpornić na wahania cen głównego surowca (szczególnie jest to widoczne w okresach dynamicznie rosnącej koniunktury, gdy huty wykorzystują ograniczone moce wytwórcze do podniesienia marży). Projekt byłby finansowany z wkładów własnych i finansowania zewnętrznego. Nie wykluczone jednak, że Spółka sięgnęłaby po środki od akcjonariuszy (emisja akcji). Zadłużenie netto na koniec 2011 roku wynosiło 0,3x EBITDA'11. Zwiększenie zadłużenia do 3x EBITDA'11 pozwoliłoby na uzyskanie do 520 mln PLN środków z kredytów. Wówczas reszta potrzebnego finansowania pochodziłaby z działalności bieżącej.

Alternatywnym kierunkiem dla uniezależnienia się od głównych dostawców byłoby przejęcie obecnie funkcjonującej stalowni na terenie kraju. W przypadku pieców łukowych w Polsce stal w takiej technologii produkuje się w pięciu podmiotach (Huta Arcelor Mittal w Warszawie Sp. z o.o., CMC Zawiercie S.A., Celsa Huta Ostrowiec Sp. z o.o., Ferrostal Łabędy Sp. z o.o. oraz w Hucie Stali Jakościowych S.A.). Dwa ostatnie podmioty wchodzi w skład notowanej na warszawskiej giełdzie Grupy Cognor. Podmioty te, podobnie jak Huta Bankowa produkują wyroby długie gorącowaflowane, dlatego dobrze komponowałyby się w strukturze Grupy Alchemia. Dodatkowo Alchemia nie byłaby zmuszona oczekiwać, aż inwestycja zostanie ukończona. Problem jednak w tym, że oczekiwania cenowe głównego właściciela Grupy Cognor mogą być na stosunkowo wysokim poziomie.

Drugą alternatywą dla budowy własnej stalowni jest negocjacja długoterminowej umowy z kluczowymi dostawcami, która mogłaby na wiele lat zapewnić 70-80% łącznego zapotrzebowania Spółki na materiał wsadowy. Jeżeli negocjacje byłyby korzystne dla Spółki, to wówczas Alchemia dalej prowadziłaby poszukiwania nowych celów do przejęcia z branży stalowej.

Skup akcji własnych

Grupa Alchemia prowadzi obecnie skup akcji własnych, do którego Zarząd zobowiązany został 30 czerwca 2009. W sumie na podstawie uchwały Spółka skupić może 26,5 mln akcji własnych przeznaczonych do sprzedaży. W połowie 2010 roku Alchemia umorzyła 18 mln akcji własnych skupionych w celu dalszej odsprzedaży. Od tego czasu Spółka dodatkowo nabyła 5,6 mln akcji własnych, co oznacza, że do wyczerpania puli skupu pozostało 1,9 mln akcji (0,9% akcji znajdujących się w obrocie). Zarząd obecnie nie zakłada możliwości przedłużenia skupu akcji własnych po wyczerpaniu bieżącej puli.

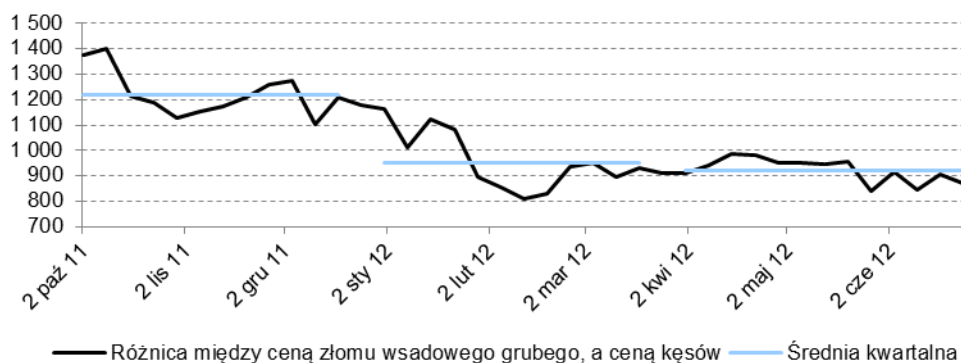
Zwolnienia w Hucie Batory

W kwietniu w Hucie Batory miał miejsce czterodniowy strajk załogi przeciw działaniom restrukturyzacyjnym Zarządu zakładu. Protestujący pracownicy Huty Batory żądali przywrócenia układu zbiorowego pracy, wstrzymania zwolnień grupowych, a także przywrócenia umów o pracę dawnym pracownikom huty, zatrudnionym obecnie w agencji pracy tymczasowej. W efekcie Zarząd podjął decyzję o rozwiązaniu umowy o pracę z 124 pracownikami stalowni, która zaprzestała pracy. Zdaniem Prezesa obecny przestój stalowni w

Hucie Batory nie wpłynął negatywnie na działalność Grupy, która posiada zapas wsadu na dwa miesiące do przodu.

Wyłączenie stalowni i restrukturyzacja zakładu zbiegła się w czasie z niskimi marżami na przerobie złomu stalowego na rynku krajowym. W 2Q'12 różnica między ceną tony kęsów stalowych, a ceną złomu stalowego wsadowego grubego wynosiła 923,2 PLN, podczas gdy w 1Q'12 953,6 PLN/t, a 4Q'11 1220,1 PLN/t. W takiej sytuacji dużo bardziej efektywne jest pozyskiwanie taniej stali od hut niż przerabianie jej ze złomu dostępnego na rynku (warto porównać wyniki operacyjne Cognora między 1Q'12, a 1Q'11).

Różnica między ceną złomu wsadowego, a ceną kęsów stalowych (PLN/t)



Źródło: DI BRE Banku S.A., Metpartner, Bloomberg

Prognoza 2Q'12

W 2Q'12 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży wyniosą 348,2 mln PLN i będą o 20,4% r/r wyższe. Zakładamy wzrost sprzedaży w segmencie rur stalowych bez szwu (+15% r/r; efekt przejęcia WRA), i wyrobów walcowanych długich (+3% r/r). Spadek obrotów według nas zanotują natomiast segmenty wyrobów kutech (-2% r/r) i pierścieni kuto-walcowanych (-5% r/r), co związane jest z obserwowanym spadkiem koniunktury w przemyśle. Na wyniki operacyjne pozytywnie w 2Q'12 wpływać powinna wysoka wartość kursu EUR/PLN, co sprzyja rentowności sprzedaży eksportowej, oraz spadki cen kęsów stalowych (w 2Q'12 -0,5% r/r i -6,9% q/q) (Spółka reaguje na spadki cen surowca z 1-2 kwartalnym opóźnieniem). Nadal nie sprzyjającym czynnikiem będą wysokie ceny złomu stalowego, co zawęży rentowność na przetopie surowca na piecu indukcyjnym w Hucie Batory. Nie zakładamy żadnych rezerw i odpisów związanych ze zwolnieniami pracowników na stalowni, jaka miała miejsce w kwietniu.

Prognoza DI BRE banku dla Alchemii na 2Q'12

(mln PLN)	IIQ2012P	IIQ2011	zmiana	IH2012P	IH2011	zmiana	2012P	2011	zmiana
Przychody	348,2	289,1	20,4%	681,0	553,3	23,1%	1 256,1	1 156,0	8,7%
EBITDA	53,9	47,6	13,4%	89,2	76,7	16,4%	172,5	194,3	-11,2%
marża	15,5%	16,5%	-	13,1%	13,9%	-	13,7%	16,8%	-
EBIT	36,1	31,1	16,1%	62,0	52,4	18,4%	117,3	141,7	-17,2%
Zysk brutto	30,3	28,6	5,8%	50,8	48,3	5,3%	112,9	138,3	-18,4%
Zysk netto	24,7	23,4	5,8%	41,1	38,9	5,6%	91,5	118,3	-22,7%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Czynniki ryzyka

Sytuacja makroekonomiczna w Polsce i na świecie

Ponad 30% przychodów ze sprzedaży Alchemii realizowane jest na rynkach eksportowych. Większość z produktów jest wykorzystywanych w budowie i realizacji obiektów o charakterze dóbr inwestycyjnych. Spadek koniunktury może mieć negatywny wpływ na popyt na produkty oferowane przez Alchemię oraz na spadek cen sprzedawanego asortymentu.

Poluzowanie polityki monetarnej i gwałtowny wzrost cen surowców

Wzrost bazy monetarnej oraz poluzowanie polityki monetarnej przez szereg krajów na świecie może mieć wpływ na wzrost cen surowców, takich jak węgiel koksowy i stal. Wówczas biorąc pod uwagę, że ponad 70% potencjału produkcyjnego pieców koksowych w Polsce należy do Arcelor Mittal nie trudno o gwałtowny wzrost cen głównego wsadu. Producenci rur wzrost cen wsadu przekładają z jedno-dwu kwartalnym opóźnieniem, co może krótkoterminowo prowadzić do spadku rentowności prowadzonej działalności.

Ryzyko związane ze wzrostem konkurencji

Obecnie na terenie Europy żaden konkurent nie prowadzi prac nad powiększeniem mocy wytwórczych w zakresie produkcji rur stalowych bez szwu. Należy pamiętać jednak, że producenci rosyjscy odpowiadają obecnie za około 8% światowej produkcji w zakresie rur bez szwu. Największy tamtejszy producent OAO TMK posiada łączne moce wytwórcze na poziomie 2520 tys. ton rocznie (Alchemia 180 tys. ton rocznie). Spadek koniunktury na dobra inwestycyjne może się przyczynić do wzrostu konkurencyjności tamtejszych wytwórców i potrzeby walki na poziomie cenowym.

Ryzyko zmiany przepisów prawnych

Zagrożeniem dla działalności Grupy Alchemia są zmieniające się przepisy prawa lub różne jego interpretacje. Obecnie około 3% wsadu jest dostarczana z przetwórstwa złomu. W 2011 roku w pierwszym kwartale zmienione zostały przepisy związane z naliczaniem podatku VAT w łańcuchu dostaw złomu (wprowadzono powszechny w Europie Zachodniej mechanizm Reverse Tax). Zmiany w sposobie opodatkowania łańcucha dostaw spowodowały wypadnięcie z rynku dostawców, którzy do tej pory unikali regulowania swoich zobowiązań wobec Urzędu Skarbowego i spadek podaży złomu na rynku. Nagłe zmiany w przepisach prawnych prowadzić mogą do dodatkowych obciążeń dla Spółki i spadku rentowności.

Ryzyko zmiany przepisów UE

Obecna polityka organów UE ogranicza import tanich, konkurencyjnych produktów z innych krajów. Rozporządzenie Komisji Unii Europejskiej z VI 2011 roku nakłada tymczasowe cło antydumpingowe na import niektórych przewodów rurowych i rur bez szwu pochodzących z Chińskiej Republiki Ludowej (cło wynosi 71,7%). W IV'12 Komisja Unii Europejskiej zagroziła wprowadzeniem ceł importowych na produkty z Ukrainy, Turcji, Macedonii. Zmiana obecnie prowadzonej polityki UE mogłaby mieć negatywny wpływ na konkurencyjność spółek zależnych Alchemii.

Ryzyko zmiany przepisów dotyczących emisji CO²

Zaostrzenie polityki dotyczącej emisji CO₂ na terenie Unii Europejskiej może mieć negatywny wpływ na działalność branży stalowej. Wówczas oznaczałoby to spadek konkurencyjności polskich produktów i potrzebę zaprzestania lub przeniesienia produkcji do krajów na wschód od polskiej granicy.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

Grupa Alchemia odnotowuje sezonowy spadek wielkości sprzedaży w okresie grudzień/styczeń i lipiec/sierpień. Ten głównie dotyczy segmentu rurowego i związany jest z naturalnym cyklem w branży budowlanej. Mroźna i długa zima może się przekładać na spadek przychodów w pierwszym kwartale i może mieć negatywny wpływ na osiągnięte w tym okresie rezultaty.

Ryzyko związane z substytutami

W chwili obecnej brak jest zagrażających dla produkcji Grupy Alchemia substytutów. Prace nad alternatywnymi do stali materiałami mogą przyczynić się do zmniejszenia konkurencyjności produktów oferowanych przez Grupę.

Ryzyko walutowe

Grupa Alchemia mimo ponad 30% sprzedaży eksportowej nie zabezpiecza przyszłych przepływów pieniężnych na wypadek zmian kursów walut. W wyniku tego Grupa korzysta, jeśli

PLN osłabia się do EUR i innych walut regionu, oraz traci przy aprecjacji PLN. Marże przerobowe Grupy na rynki eksportowe są liczone w EUR.

Ryzyko związane ze strukturą akcjonariatu

Głównym akcjonariuszem Grupy Alchemia jest Roman Krzysztof Karkosik (60,66% kapitału zakładowego), który zaangażowany jest w strukturę właścicielską giełdowych spółek Impexmetal, Boryszew, czy Skotan. Akcjonariusz wywiera istotny wpływ na działalność emitenta. Może to powodować konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym, a akcjonariuszami mniejszościowymi. Dodatkowo 10,9% akcji Grupy Alchemia znajduje się w posiadaniu Pani Grażyny Wandy Karkosik – byłej żony Pana Romana Krzysztofa Karkosika. Niewykluczone, że Pani Grażyna Karkosik nie mając znaczącego wpływu na decyzję kombinatu rurowego może postanowić pozbyć się posiadanych przez siebie akcji. Nie wykluczamy, że może mieć to negatywny wpływ na notowania Alchemii w krótkim terminie.

Wycena

W oparciu o model DCF i wycenę porównawczą, wyceniamy 1 akcję Alchemii na 6,2 PLN. Wycena modelem DCF daje wartość jednej akcji na poziomie 6,8 PLN, wycena metodą porównawczą zaś na poziomie 4,6 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	4,6
Wycena DCF (PLN)	50%	6,8
	cena wynikowa	5,7
	cena docelowa za 9 m-cy	6,2

W wycenie przyjmujemy 50% wagę dla analizy porównawczej i 50% dla wyceny DCF.

Wycena porównawcza akcji Alchemia

	P/E 2011	P/E 2012P	P/E 2013P	P/E 2014P	EV/ EBITDA 2011	EV/ EBITDA 2012P	EV/ EBITDA 2013P	EV/ EBITDA 2014P
CHELYABINSK PIPE WORKS	6,3	3,7	1,2	1,3	7,8	6,9	5,2	5,5
ISMT LTD	4,0	5,7	5,8	3,8	-	4,4	4,4	4,0
JINDAL SAW LTD	7,1	10,3	8,0	5,9	7,4	8,9	7,3	5,6
MECHEL-SPONSORED ADR	3,3	5,5	3,4	3,6	5,0	6,2	5,2	5,1
ONESTEEL LTD	4,6	6,9	4,1	2,8	-	-	-	-
SALZGITTER AG	8,0	21,8	9,4	6,8	2,0	2,4	1,9	1,7
SANYO SPECIAL STEEL CO LTD	5,8	6,0	7,0	5,6	4,2	4,1	4,3	3,8
SIDENOR STEEL PRODUCTS MANU	-	-	-	-	19,3	11,8	10,9	7,6
TATA STEEL LTD	5,9	8,4	8,0	6,1	5,0	5,9	5,0	4,3
TENARIS SA	16,4	12,3	11,2	10,2	9,1	7,4	6,7	6,2
TMK-GDR REG S	7,6	8,4	6,0	5,4	-	-	-	-
TUBACEX SA	40,0	12,2	5,8	4,7	12,1	8,1	5,8	5,0
TUBOS REUNIDOS SA	10,2	6,8	5,8	4,9	6,1	4,8	4,4	3,9
VALLOUREC	10,3	16,0	10,7	7,7	6,5	7,2	5,7	4,6
Maksimum	40,0	21,8	11,2	10,2	19,3	11,8	10,9	7,6
Minimum	3,3	3,7	1,2	1,3	2,0	2,4	1,9	1,7
Mediana	7,1	8,4	6,0	5,4	6,5	6,5	5,2	4,8
Alchemia		11,6	9,3	8,1		6,1	4,6	3,7
Premia (dyskonto)		38,8%	54,9%	50,5%		-6,4%	-10,2%	-22,8%
Implikowana wycena								
Mediana	7,1	8,4	6,0	5,4	6,5	6,5	5,2	4,8
Dyskonto		0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika			50%				50%	
Waga roku		33%	33%	33%		33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję	4,6							

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg

W analizie porównawczej spółki do jakich porównujemy Alchemię, to Chelyabinsk Pipe Works, ISMT LTD, Jindal Saw LTD, Mechel, Olymic Steel Inc, Salzgitter AG, Sanyo Special Steel Co LTD, Sidenor Steel Product, Tata Steel, Tenaris SA, Tubacet SA, Tubos Reunidos SA oraz Vallourec. Chelyabinsk Pipe Works jest producentem rur bez i ze szwem przede wszystkim dla przemysłu wydobywczego na terenie Rosji. Produkty używane są również przy transporcie ropy i gazu. Spółka ma moce produkcyjne w Rosji. ISMT jest producentem rur bez szwu przeznaczonych dla budownictwa. Jindal Saw produkuje blachy zimnowalcowane, rury spawane oraz rury bez szwu. Dodatkowo wytwarza rury bez szwu ze stali kwasoodpornej, łożyska kulkowe, oraz stal stopową. Spółka posiada również linię do pokrywania rur powłoką wewnętrzną i zewnętrzną. Mechel jest rosyjskim producentem zreszającym producentów stali, produktów walcowanych, węgla, surówki żelaza oraz niklu. Asortyment jest sprzedawany na terenie kraju i poza granicami. One Steel jest producentem wyrobów stalowych długich i

dystrybutorem na terenie Australii. Spółka wytwarza szyny, drut i rury. Dystrybuje produkty walcowane, rury, blachy i produkty wykonane z aluminium. Salzgitter produkuje i dystrybuje produkty stalowe i rury. Oferta obejmuje produkty walcowane, blachy, rury ze szwem i bez szwu. Sanyo Special Steel jest producentem łożysk i wałów. Dodatkowo w ofercie znajdują się produkty wykonane ze stali nierdzewnej (walcowane i rury). Sidenor Steel zarządza piecami koksowniczymi, produkuje pręty żebrowane, kształtowniki, drut, blachy gorącowalcowane, kęsy i elementy spawane. Tata Steel jest zintegrowanym producentem stali z uwzględnieniem takich produktów jak łożyska, elementy kute, rury bez i ze szwem, produkty zimnowalcowane oraz maszyny używane w przemyśle metalurgicznym. Tenaris jest jednym ze światowych liderów w zakresie produkcji rur bez szwu dla energetyki, przemysłu poszukiwawczego ropy i gazu oraz mechanicznego. Spółka dostarcza również rury spawane (ze szwem) do rurociągów w Południowej Ameryce. OAO TMK jest producentem rur stalowych z Rosji. Spółka posiada również fabryki w USA, Rumuni i Kazachstanie. Głównym odbiorcą produktów jest przemysł wydobywczy. W ofercie znajdują się rury zarówno do wydobycia ropy i gazu jak i transportu na duże odległości (szerokie średnice). Tubacex produkuje rury stalowe bez szwu ze stali kwasoodpornej. Sprzedaż produktów kierowana jest do przemysłu wydobywczego, energetycznego i petrochemicznego. Tubos Reunidos jest producentem rur bez szwu ze stali nierdzewnej. Vallourec, to kolejny światowy lider w produkcji rur dla przemysłu samochodowego, przetwarzania i wydobycia ropy i gazu, budownictwa i energetyki. Spółka działa na kilku kontynentach.

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF

- Wzrost po 2021 roku w wysokości 2,0%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wartość przyszłych przepływów pieniężnych dyskontujemy na koniec lipca 2012 roku.
- Zakładamy 30,8% wzrost wolumenów w 2012 roku w segmencie rur bez szwu (efekt przejęcia Walcowni Rur Andrzej), 8,9% spadek wolumenów w segmencie wyrobów kutech, 8,8% spadek wyrobów walcowanych długich i półwyrobów ze stali oraz 15,0% spadek wolumenu pierścieni kuto walcowanych (spadki wolumenów w trzech ostatnich segmentach to rezultat spodziewanego spowolnienia w produkcji przemysłowej w drugiej połowie 2012 roku).
- Zakładamy 7,9% spadek cen rur stalowych bez szwu w 2012 roku, 7,6% spadek cen wyrobów kutech, 7,7% spadek cen wyrobów walcowanych i półwyrobów ze stali oraz 7,8% spadek pierścieni kuto walcowanych.
- Nie zakładamy budowy ani przejęcia stalowni, jaki rozważa Spółka w przyszłości.

Założenia dodatkowe:

Ceny metali	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Stal (3M) USD	561	475	457	441	409	421	434	447	460	474	476	488
Stal (3M) PLN	1 664	1 538	1 445	1 368	1 267	1 305	1 344	1 384	1 426	1 469	1 475	1 512
USD / PLN	2,96	3,24	3,17	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10
zmiana	-1,7%	9,4%	-2,3%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Model DCF

(mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	+
Przychody ze sprzedaży	1 256,1	1 310,4	1 386,7	1 394,1	1 442,0	1 487,3	1 532,9	1 579,3	1 627,0	1 637,0	1 670,2
zmiana	8,7%	4,3%	5,8%	0,5%	3,4%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	0,6%	2,0%
EBITDA	172,5	199,1	214,3	216,8	212,2	213,1	215,0	218,2	221,2	199,1	213,1
marża EBITDA	13,7%	15,2%	15,5%	15,6%	14,7%	14,3%	14,0%	13,8%	13,6%	12,2%	12,8%
Amortyzacja	55,2	56,0	54,4	52,7	50,4	49,2	48,0	47,0	46,0	45,2	44,0
EBIT	117,3	143,1	159,9	164,1	161,8	164,0	167,0	171,2	175,2	153,9	169,1
marża EBIT	9,3%	10,9%	11,5%	11,8%	11,2%	11,0%	10,9%	10,8%	10,8%	9,4%	10,1%
Opodatkowane EBIT	21,5	26,9	30,9	32,3	32,2	32,8	33,4	34,3	35,2	31,1	34,1
NOPLAT	95,9	116,2	129,0	131,8	129,6	131,2	133,6	136,9	140,0	122,8	135,0
CAPEX	-27,0	-28,4	-29,8	-31,3	-32,8	-34,5	-36,2	-38,0	-39,9	-41,9	-44,0
Kapitał obrotowy	-26,9	-14,7	-20,7	-2,0	-13,1	-12,4	-12,5	-12,8	-13,2	-2,8	-9,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	97,1	129,1	132,9	151,2	134,1	133,5	132,9	133,1	133,0	123,3	125,9
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
współczynnik dyskonta	0,96	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
PV FCF	93,3	112,5	105,1	108,5	87,3	78,9	71,3	64,8	58,7	49,4	45,8

WACC	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%	10,20%
Koszt długu	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Stopa wolna od ryzyka	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
Premia za ryzyko	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
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	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 535,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	615,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	829,9
Wartość firmy (EV)	1 444,9
Dług netto	62,8
Inne aktywa nieoperacyjne*	33,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,8
Wartość firmy	1 415,0
Liczba akcji (mln)	207,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,8
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,6%
Cena docelowa	7,4

EV/EBITDA ('12) dla ceny docelowej	9,2
P/E ('12) dla ceny docelowej	16,6
Udział TV w EV	42,6%

* 6,6 mln akcji własnych po cenie 5,10 PLN (bieżąca cena)

Rachunek Wyników

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	596,1	670,6	1 156,0	1 256,1	1 310,4	1 386,7	1 394,1	1 442,0
zmiana	-37,8%	12,5%	72,4%	8,7%	4,3%	5,8%	0,5%	3,4%
Rury i wlewki stalowe	371,5	379,2	1 371,8	1 651,6	1 750,5	1 878,5	1 893,6	1 950,4
Wyroby kute	33,6	34,7	44,2	37,2	36,3	36,3	35,2	37,3
Wyroby walcowane długie i półwyroby ze stali	222,6	264,2	363,1	305,8	301,3	303,3	299,5	317,7
Pierścienie kuto walcowane	69,3	75,7	106,7	83,6	82,8	84,1	84,3	88,5
Koszty wytworzenia	514,6	597,1	979,0	1 070,8	1 096,3	1 151,9	1 152,1	1 199,4
Koszty zarządu	30,8	42,2	40,5	42,5	44,6	46,9	49,2	51,7
Koszty sprzedaży	15,6	15,1	25,6	25,5	26,3	28,0	28,6	29,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-3,6	6,1	30,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	31,5	22,3	141,7	117,3	143,1	159,9	164,1	161,8
zmiana	-77,2%	-29,2%	536,4%	-17,2%	22,0%	11,7%	2,6%	-1,4%
marża EBIT	5,3%	3,3%	12,3%	9,3%	10,9%	11,5%	11,8%	11,2%
Wynik na działalności finansowej	-5,9	-1,8	-3,4	-4,4	-1,4	2,7	6,0	7,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	25,5	20,4	138,3	112,9	141,7	162,6	170,1	169,4
Podatek dochodowy	6,9	5,7	20,0	21,5	26,9	30,9	32,3	32,2
Udziałowcy mniejszościowi	-0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	18,7	14,7	118,3	91,5	114,8	131,7	137,8	137,2
zmiana	-49,1%	-21,2%	704,3%	-22,7%	25,5%	14,7%	4,6%	-0,4%
marża	3,1%	2,2%	10,2%	7,3%	8,8%	9,5%	9,9%	9,5%
Amortyzacja	24,9	25,4	52,6	55,2	56,0	54,4	52,7	50,4
EBITDA	56,4	47,6	194,3	172,5	199,1	214,3	216,8	212,2
zmiana	-64,3%	-15,5%	308,2%	-11,2%	15,4%	7,7%	1,2%	-2,1%
marża EBITDA	9,5%	7,1%	16,8%	13,7%	15,2%	15,5%	15,6%	14,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	225,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0
EPS	0,1	0,1	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7
CEPS	0,2	0,2	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
ROAE	3,7%	2,8%	18,8%	13,0%	14,0%	13,8%	13,6%	13,2%
ROAA	2,4%	1,7%	12,3%	8,8%	9,9%	10,2%	10,2%	9,9%

Bilans

(mIn PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	764,1	842,9	958,5	1 036,0	1 159,0	1 295,4	1 355,0	1 385,2
Majątek trwały	410,6	398,9	553,2	525,2	502,7	478,4	457,5	440,4
Wartość niematerialne i prawne	0,9	0,9	3,3	4,4	5,8	6,3	6,7	7,2
Rzeczowe aktywa trwałe	356,5	343,2	517,4	488,4	464,4	439,7	418,3	400,7
Wartość firmy	27,3	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1	27,1
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	2,7	8,7	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Długoterminowe RM	23,3	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	353,6	444,0	405,3	510,8	656,3	817,0	897,6	944,8
Zapasy	101,3	123,1	173,0	188,0	196,1	207,5	208,6	215,8
Należności krótkoterminowe	95,9	114,3	202,6	220,1	229,6	243,0	244,3	252,7
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Środki pieniężne	13,2	16,0	25,5	98,2	225,9	361,5	439,7	471,2
Krótkoterminowe RM	2,9	1,0	3,6	3,9	4,0	4,3	4,3	4,4
(mIn PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
PASYWA	764,1	842,9	958,5	1 036,0	1 159,0	1 295,4	1 355,0	1 385,2
Kapitał własny	510,5	521,2	629,4	701,0	820,9	953,0	1 012,2	1 039,7
Kapitał akcyjny	292,5	269,1	269,1	269,1	269,1	269,1	269,1	269,1
Kapitał zapasowy	116,9	116,9	116,9	116,9	116,9	116,9	116,9	116,9
Zysk z lat ubiegłych	214,4	124,5	257,7	349,1	463,9	595,6	654,3	681,3
Udziały mniejszości	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania długoterminowe	93,3	83,1	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
Dług	58,3	46,1	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Zobowiązania krótkoterminowe	159,6	237,8	238,2	241,3	243,0	245,2	245,4	246,7
Zobowiązania handlowe	74,6	115,5	183,5	186,7	188,3	190,5	190,7	192,0
Dług	77,4	115,5	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7
Rezerwy na zobowiązania	16,2	16,7	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Pozostałe	26,3	8,0	31,9	34,6	36,1	38,2	38,4	39,7
Dług	135,7	161,6	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3	88,3
Dług netto	135,7	145,6	62,8	-9,9	-137,6	-273,2	-351,4	-382,9
(Dług netto / Kapitał własny)	26,6%	27,9%	10,0%	-1,4%	-16,8%	-28,7%	-34,7%	-36,8%
(Dług netto / EBITDA)	2,4	3,1	0,3	-0,1	-0,7	-1,3	-1,6	-1,8
BVPS	2,3	2,5	3,0	3,4	4,0	4,6	4,9	5,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	82,9	41,1	97,7	124,1	157,5	162,7	182,5	166,9
Zysk netto	18,7	14,7	118,3	91,5	114,8	131,7	137,8	137,2
Amortyzacja	24,9	25,4	52,6	55,2	56,0	54,4	52,7	50,4
Kapitał obrotowy	67,3	4,2	-72,3	-26,9	-14,7	-20,7	-2,0	-13,1
Pozostałe	-28,0	-3,1	-1,1	4,4	1,4	-2,7	-6,0	-7,7
Przepływy inwestycyjne	-23,8	-60,0	14,2	-27,0	-28,4	-29,8	-31,3	-32,8
CAPEX	-19,4	-6,6	-37,8	-27,0	-28,4	-29,8	-31,3	-32,8
Inwestycje kapitałowe	-4,4	-53,4	52,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-77,2	21,7	-102,5	-24,4	-1,4	2,7	-73,1	-102,6
Dług	-25,3	40,9	-85,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	0,0	-6,1	0,0	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-79,0	-110,2
Buy-back	-53,3	-10,2	-4,0	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,5	-2,8	-12,8	1,8	4,8	8,9	12,1	13,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-18,0	2,9	9,4	72,7	127,7	135,6	78,2	31,5
Środki pieniężne na koniec okresu	13,2	16,0	25,5	98,2	225,9	361,5	439,7	471,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5
FCF	99,2	39,4	65,0	97,1	129,1	132,9	151,2	134,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-3,2%	-1,0%	-3,3%	-2,1%	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-2,3%

Wskaźniki rynkowe

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	61,8	72,2	9,0	11,6	9,3	8,1	7,7	7,7
P/CE	26,5	26,5	6,2	7,2	6,2	5,7	5,6	5,7
P/BV	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	1,0
P/S	1,9	1,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
FCF/EV	7,8%	3,3%	5,8%	9,2%	14,0%	16,9%	21,3%	19,7%
EV/EBITDA	22,7	25,4	5,8	6,1	4,6	3,7	3,3	3,2
EV/EBIT	40,6	54,3	7,9	9,0	6,5	4,9	4,3	4,2
EV/S	2,1	1,8	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
Dywid	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,44%	10,38%
Cena (PLN)	5,13	5,13	5,13	5,13	5,13	5,13	5,13	5,13
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	225,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0	207,0
MC (mln PLN)	1 154,2	1 061,9	1 061,9	1 061,9	1 061,9	1 061,9	1 061,9	1 061,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV (mln PLN)	1 277,4	1 208,3	1 125,5	1 052,8	925,1	789,5	711,3	679,8

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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media, Telekomunikacja

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Alchemii S.A.