



27 września 2010

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

Orzeł Biały

OBIA.WA; OBL.PW

Dobry 3Q10...

Obecna cena: 19,34 PLN

W I-VII 2010 roku produkcja akumulatorów na terenie kraju wzrosła o 39,5% r/r, a ołowiu rafinowanego o 59,8% r/r. To wraz z utrzymującymi się wysokimi cenami ołowiu (w 1H10 w PLN +40,1% r/r) spowodowało, że Spółce w 1H10 udało się zwiększyć przychody o 75% r/r, a zysk operacyjny z -2,1 mln PLN w 1H09 do 21,5 mln PLN w 1H10. Wysokie wolumeny sprzedaży (+30% r/r w 1H10), to z jednej strony efekt srogiej zimy (intensywna wymiana akumulatorów), z drugiej ożywienia w przemyśle w Europie Zachodniej w 2Q10. O ile w 2Q10 Spółka musiała zmniejszyć wolumeny produkcji ze względu na awarię pieca do wytopu ołowiu oraz huty, to w 3Q10 instalacje pracują na tyle wysokim obłożeniu, że w procesie widoczne jest wąskie gardło na poziomie huty. To wraz z faktem, że w 3Q10 średnie ceny ołowiu w PLN są o 2,7% niższe niż w 1Q10, sprawia, że przy 6-cio miesięcznym opóźnieniu wpływu transakcji hedgingowych na wyniki, zabezpieczenie pozytywnie wpłynie na rezultaty 3Q10. Spodziewamy się kolejnego dobrego kwartału, co powodować będzie, że Spółka może być notowana ze wskaźnikami P/E 9,4 i EV/EBITDA 6,1 na 2010 rok. Zarząd na przełomie 2010/2011 zamierza ogłosić program inwestycyjny (ze środków własnych i kredytów), którego celem będzie zmniejszenie efektu wąskiego gardła oraz możliwość zwiększenia produkcji stopów ołowiu o wyższej wartości dodanej. Ustalona wcześniej maksymalna cena skupu akcji własnych (18 PLN) może zostać podwyższona, a decyzja w tej sprawie uzależniona jest od akcjonariuszy. Na ten cel pozostało jeszcze około 8,6 mln PLN. Elementem ryzyka dla wyceny Spółki są ceny ołowiu na światowych rynkach (obecnie około 2200 USD/T), które w związku z wysokim poziomem zapasów (+56,4% r/r w 3Q10) w przypadku ryzyka pogorszenia się światowej koniunktury gospodarczej mogą dynamicznie spadać. Mimo, że transakcje hedgingowe dają podstawy do wysokich wyników na drugą połowę bieżącego roku, to jednak notowania ołowiu będą miały kluczowy wpływ na notowania Spółki. Poziom wskaźników 10 P/E i 6 EV/EBITDA wydaje się być właściwy dla Spółki przetwórczej wrażliwej na notowania cen metali. Dlatego więc rozważyć należy skorzystanie z ewentualnych wzrostów po dobrych wynikach 3Q10 i realizację zysków z inwestycji.

Wyniki 1H10

W pierwszej połowie roku 2010 przychody ze sprzedaży wzrosły o 75% r/r przy wzroście wolumenów sprzedaży o 30% r/r i średnich cen sprzedaży o 31% r/r (w 1H10 cena ołowiu w PLN była o 40,1% wyższa). Na poziom przychodów negatywnie wpłynął wynik na transakcjach hedgingowych, zabezpieczających ceny ołowiu w wysokości -10,1 mln PLN (+0,3 mln PLN w 2Q10). Mimo przestoju zanotowanego w 2Q10 związanym z koniecznością naprawy pieca do wytopu ołowiu, Spółce udało się w 2Q10 zwiększyć sprzedaż aż o 96,7% r/r. Mimo tego utrzymanie sprzedaży wymagało zastąpienia dotychczas używanego wsadu i wpłynęło na większe koszty wytworzenia. Wyższe wolumeny sprzedaży i ceny ołowiu w 1H10 przyczyniły się do wypracowania zysku operacyjnego w wysokości 21,5 mln PLN wobec straty -2,1 mln PLN w 1H09 (jeśli wyłączymy jednorazowe koszty wynikające z przejścia spółki Baterpol (6,3 mln PLN), to zysk operacyjny byłby 412% r/r wyższy. W 1H10 zysk netto wyniósł 18,5 mln PLN i nie uwzględniając kosztów jednorazowych był on o 400% r/r wyższy.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Orzeł Biały

(mln PLN)	2009	1H09	1H10	zmiana	2Q09	2Q10	zmiana
Przychody ze sprzedaży	198,5	83,4	145,9	75,0%	37,4	73,5	96,7%
EBIT	18,8	-2,1	21,5	-	1,0	11,4	1060,4%
marża EBIT	9,5%	-2,5%	14,8%	-	2,6%	15,5%	-
EBITDA	26,1	1,471	25,25	1616,5%	2,7	13,3	384,9%
marża EBITDA	13,1%	1,8%	17,3%	-	7,3%	18,0%	-
Zysk netto	14,5	-1,4	18,5	-	1,0	11,2	998,6%

Źródło: DI BRE Banku

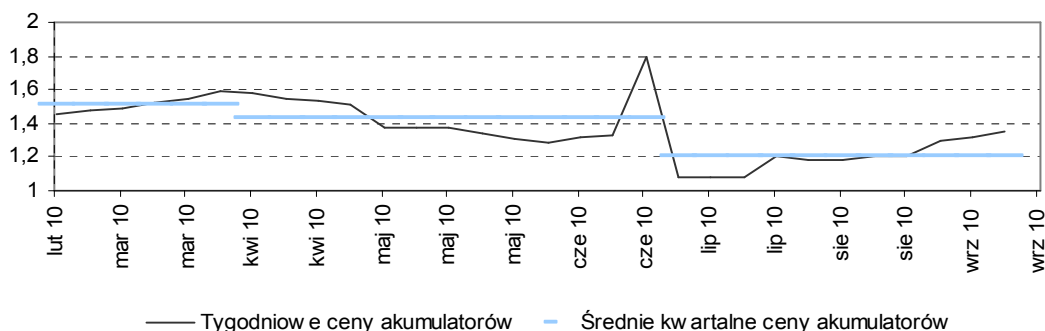
Profil działalności

Spółka jest przetwórcą odpadów akumulatorowych i producentem ołowiu oraz stopów ołowionych. Łączne moce produkcyjne pozwalają na przetworzenie około 100 tys. ton złomu akumulatorowego rocznie. Głównym odbiorcą ołowiu i stopu są producenci akumulatorów (około 80-90%), z czego 70% sprzedaży kierowana jest do krajowych producentów, a około 30% do odbiorców zagranicznych w Europie Zachodniej i w Europie Środkowo - Wschodniej. W Polsce średnia żywotność akumulatora wynosi około 3,5 roku, a popyt na akumulatory przypada w około 1/3 na nowe samochody i w 2/3 na wymianę używanych (jednakże w okresach dekonunktury zauważyć można spadek popytu na akumulatory do samochodów nowych). Na wymianę akumulatorów często wpływają duże zmiany temperatury, co w rezultacie obniża sprawność i moc rozruchową baterii w czasie chłodu (mroźna zeszłoroczna zima wpłynęła pozytywnie na wymianę baterii i wzrost popytu na akumulatory, a minione gorące lato w połączeniu ze spadkiem temperatur w zimę przyniesie może kolejną falę wymiany akumulatorów). Źródłem pozyskania odpadu akumulatorowego są składowiska odpadów (złomy). Spółka posiada kanały zakupowe, przez które hurtowo skupuje złom akumulatorowy od skupów zlokalizowanych na terenie kraju, oraz coraz częściej sięga po potrzebny surowiec poza granice kraju.

Perspektywa na 3Q10

Mroźna zima na przełomie 2009/2010 roku sprawiła, że ilość wymienianych akumulatorów znacząco wzrosła, a to z kolei przyczyniło się do zwiększenia mocy przez producentów i większe zamówienia na ołów i jego stopy. Nie bez znaczenia było również ożywienie w przemyśle, jakie mieliśmy okazję obserwować w 2Q10 roku (na terenie Niemiec dynamika sprzedaży przemysłowej w 2Q10 przekraczała 10% r/r). Trudne warunki pogodowe w okresie zimowym oraz majowe powodzie przyczyniły się do zwiększenia podaży złomu akumulatorowego i spadku krajowych cen skupu. Spadkowy trend cen złomu akumulatorowego utrzymany był również w 3Q10 i dopiero druga połowa kwartału przyniosła wzrost cen.

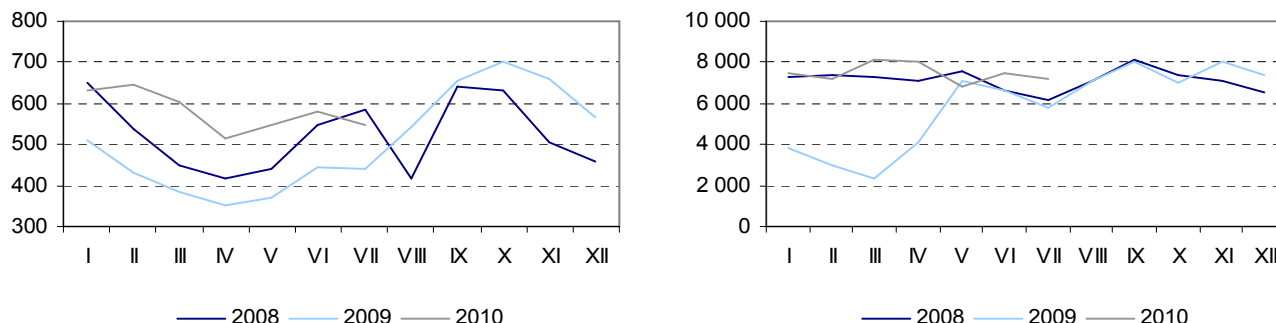
Ceny złomu akumulatorów kwasowo-ołowiowych (PLN/kg)



Źródło: <http://www.metpartner.pl>

Po znaczącym spadku produkcji akumulatorów w pierwszej połowie 2009 roku, druga połowa przyniosła zwiększenie produkcji na terenie kraju. Była ona również kontynuowana w bieżącym roku, co sprawiło, że liczba wyprodukowanych akumulatorów w I-VII 2010 była o 39,5% r/r wyższa i o 12,2% wyższa niż w roku 2008. Wyższe wolumeny produkcji akumulatorów przełożyły się na zwiększenie popytu na ołów rafinowany, którego wolumeny produkcji w I-VII 2010 roku były o 59,8% r/r wyższe i o 5,7% wyższe niż w roku 2008.

Produkcja akumulatorów na terenie kraju (tys. sztuk) (lewy wykres) oraz produkcja ołowiu rafinowanego nieobrobionego plastycznie (tony) (prawy wykres)



Źródło: GUS, DI BRE Banku

W 3Q10 Spółka w wyniku zwiększonego zapotrzebowania na produkty odczuwa wąskie gardło na poziomie huty. Zwykle nie zdarza się to w okresie trzeciego kwartału, gdyż ten wraz z 2Q charakteryzuje się niższym obciążeniem (kwartały I i IV charakteryzują się największym wolumenem sprzedaży). To wraz z faktem, że wszystkie zaplanowane prace modernizacyjne zostały już wykonane powodować będzie, że wyniki sprzedaży i operacyjne 3Q10 powinny być dla Spółki udane (wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych). Koszty wytworzenia w 2Q10 były wyższe ze względu na niespodziewany przestój pieca do wytopu ołowiu oraz huty, co wiązało się z koniecznością zakupu wsadu z zewnątrz. Jak dotychczas średnia cena ołowiu na rynku LME kwotowana w PLN w 3Q10 jest o 2,7% niższa niż w 1Q10, co przy 6-cio miesięcznym przesunięciu efektu hedgingu powodować będzie, że wpływ transakcji zabezpieczających powinien być nieznacznie pozytywny (Spółka w momencie pozyskania surowca akumulatorowego zabezpiecza cenę, po jakiej zostanie sprzedany przerobiony ołów, a wpływ hedgingu na wyniki występuje średnio z 6-cio miesięcznym opóźnieniem).

Inwestycje i innowacyjność

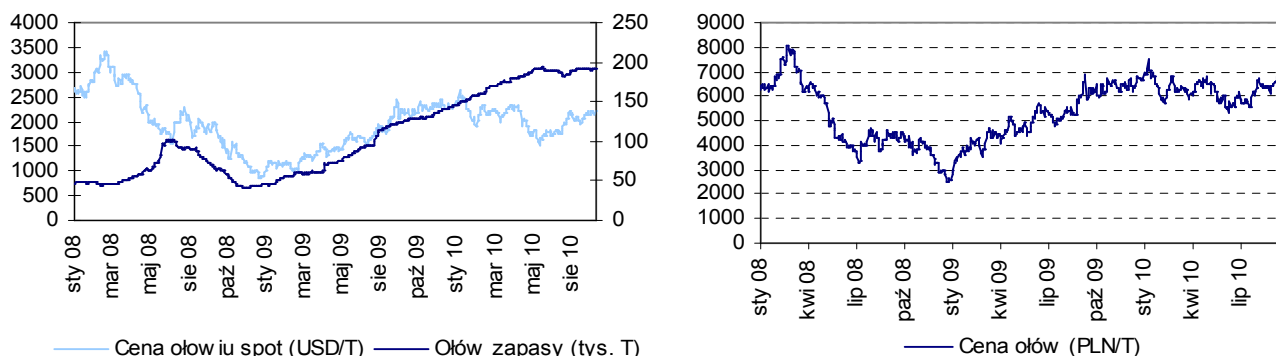
Oprócz Orła Białego na terenie kraju działają trzy inne podmioty zajmujące się produkcją ołowiu. Należą do nich Huta Miedzi „Legnica” (KGHM), Huta Cynku Miasteczko Śląskie, oraz Baterpol (Impexmetal). Z pośród tych spółek tylko Baterpol i Orzeł Biały zajmują się recyklingiem złomu akumulatorowego. Zarząd Spółki planuje rozbudowę mocy produkcyjnych, która miałaby za zadanie zmniejszenie wąskiego gardła na poziomie huty, oraz przystosowanie instalacji do większej produkcji wysoko marżowych stopów ołowiu (program inwestycyjny ogłoszony zostanie na przełomie 2010/2011 roku, a duża część inwestycji może zostać zakwalifikowana do programów pomocowych). Po nieudanej próbie przejęcia Baterpolu w ubiegłym roku (UOKiK nie zgodził się na konsolidację w branży) Orzeł Biały nie widzi możliwości akwizycji konkurencyjnego podmiotu. Spółka stara się o pozyskanie zamówień od czołowych producentów akumulatorów, którzy zgłaszają zapotrzebowanie na najwyższej jakości stopy ołowiu w celu zwiększenia mocy rozruchowej produkowanych baterii. Produkty te posiadają wyższą wartość

dodaną, a co za tym idzie również marżę. Aby zabezpieczyć sobie kanał odbiorców bardziej standardowych, w sierpniu bieżącego roku Spółka uzyskała od Londyńskiej Giełdy Metali (LME) markę ołowiu Orzeł Białego pod nazwą EAGLE 9997. To zapewni sprzedaż ołowiu bezpośrednio do składu giełdy (wyjście awaryjne, gdyż ołów surowy i miękki ma niską marżę dodaną).

Ryzyko

W krótkim okresie głównym elementem ryzyka dla wyceny Spółki Orzeł Biały na Giełdzie są notowania ołowiu na międzynarodowych rynkach. Te obecnie znajdują się na poziomie 2200 USD za tonę (6600 PLN za tonę), ale wysoki poziom zapasów, jaki ma miejsce na LME (w 3Q10 +56,4% r/r) powoduje, że jeśli wzrastałoby ryzyko globalnego spowolnienia gospodarczego, to utrzymywanie się cen ołowiu na obecnie wysokich poziomach byłoby wątpliwe. Orzeł Biały ze względu na fakt postrzegania jako spółki surowcowej, w przypadku gwałtownego spadku cen ołowiu na światowych rynkach również nie uniknie przeceny. Może mieć to miejsce nawet biorąc pod uwagę, że kolejne dwa kwartały są zabezpieczone instrumentami pochodnymi i gwarantują osiągnięcie wysokich wyników operacyjnych.

Cena ołowiu na LME (USD/T) i zapasy ołowiu na LME (tys. T) (lewy wykres) oraz cena ołowiu (PLN/T) (prawy wykres)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Skup akcji własnych

W kwietniu bieżącego roku podjęto uchwałę o skupie akcji własnych celem umorzenia. W sumie na ten cel przeznaczono 10 mln PLN, a odkupionych ma zostać nie więcej jak 0,75 mln akcji. Maksymalna cena odkupu wynosi 18 PLN na akcję, z czego Zarząd decyzję na temat zmiany maksymalnej ceny uzależnia od akcjonariuszy. Na dzień 25 sierpnia 2010 Spółka nabyła 81 911 akcji własnych za kwotę 1,4 mln PLN.



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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

Michał Roźmiej 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
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima.

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia S.A.

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.