Polska Grupa Odlewnicza S.A.



rekomendacja: inwestuj!

trafiony wzmocniony

WYCENA AKCJI:

1,90 PLN



5 GRUDNIA 2011

Mercurius
Dom Maklerski

Tomasz Dul
22 327 16 70
tomasz.dul@mercuriusdm.pl

*zastrzeżenia i informacje formalne są zamieszczone na ostatniej stronie niniejszej rekomendacji

PIERWSZE SPOJRZENIE

Niniejszą rekomendacją rozpoczynamy analizowanie działalności PGO S.A.

Z uwagi na początek badania Spółki, przygotowana rekomendacja opiera się na uproszczonych założeniach i szacunkach, dotyczących zarówno działalności Spółki, jak i jej wyników.

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE

PGO S.A. postawiła na dywersyfikację branżową. Zamierza lepiej wykorzystać swoje atuty.

Wartość jednej akcji PGO S.A. szacujemy na 1,90 zł – jako średnią wartość z wyceny metodami DCF i porównawczej wskaźnikowej na bazie scenariusza podstawowego dla działalności gospodarczej PGO S.A., prognozowanego przez Mercurius Dom Maklerski.

Zakładamy, że w 2012 roku PGO wypłaci 0,14 zł dywidendy na akcję, w 2013 roku 0,19 zł, w 2014 roku 0,19 zł, a w 2015 roku – 0,20 zł. Przy kursie 1,10 zł za akcję z otwarcia w dniu 1 grudnia 2011 roku, stopa dywidendy wyniesie w kolejnych latach odpowiednio 13,0%, 17,1%, 17,2% i 18,6%.

UZASADNIENIE KIERUNKU REKOMENDACJI

Oszacowana cena akcji w wysokości 1,90 zł jest wyższa o 73,1% od kursu akcji PGO S.A. z dnia 1 grudnia 2011 roku z otwarcia w wysokości 1,10 zł za akcję. Dlatego rekomendujemy inwestowanie w akcje PGO S.A.

Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki Spółki po III kwartałach 2011 roku i prognozowaną wartość zysku netto w całym 2011 roku, a także oczekiwaną spłatę pozostałych 1.700 z 2.100 obligacji przez Centrozap na rzecz PGO, co łącznie pozytywnie wpłynie na wartość posiadanych środków pieniężnych, szacujemy, że w 2012 roku jako dywidendę Spółka wypłaci 75% zysku netto za 2011 rok. Przy kursie Akcji z otwarcia w dniu 1 grudnia 2011 roku, tj. 1,10 zł, oznacza to bardzo atrakcyjną stopę dywidendy w 2012 roku w wysokości aż 13,0%.

	z dnia 1 grudnia 2011 r. (bieżące)	z Rekomendacji (docelowe)
kurs Akcji	1,10 zł	**1,90 zł**
kapitalizacja Spółki	105,9 mln zł	**183,3 mln zł**
wartość Akcji akcjonariuszy o udziale <5%	16,3 mln zł	**28,2 mln zł**
stopa dywidendy 2012 (za rok 2011)	**13,0%**	7,5%

Ponadto PGO wykorzystuje obecnie jedynie 2/3 swoich mocy produkcyjnych, a w szczególności nie wykorzystuje potencjału formierni półautomatycznej w Śremie, gdyż do tej pory nie udało się Spółce pozyskać nowych klientów, którzy mogliby wypełnić lukę w zamówieniach po wycofaniu się klientów na skutek uderzenia pierwszej fali kryzysu w 2009 roku. Gdyby to się udało, to sprzedaż mogłaby wzrosnąć skokowo – pod warunkiem utrzymania poziomu dotychczasowych zamówień.

WYRÓŻNIKI INWESTYCYJNE

1. **kapitalizacja z dnia 1 grudnia 2011 roku wg kursu otwarcia poniżej wartości kapitału własnego**
2. **po 2012 cały zysk na dywidendy – zgodnie z teorią sygnałów jak najsilniejsze finansowo spółki**
3. **ekspozycja na rozwój konwencjonalnej energetyki gazowej**

PODSUMOWANIE FINANSOWE

Podsumowanie wartości prognozowanych – w mln zł:

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
przychody	256,2	219,6	225,5	254,9	288,2
EBITDA	38,9	32,7	33,6	34,7	39,6
EBIT	30,1	24,1	25,0	26,1	30,9
zysk netto	18,4	18,1	18,3	19,7	23,6
dług netto	21,3	18,9	18,0	19,6	18,6
DY	-	7,5%	9,9%	10,0%	10,8%

P – wartości prognozowane przez Mercurius DM, DY – stopa dywidendy dla kursu 1,90 zł

Podsumowanie wskaźników inwestycyjnych:

	2011P		2012P		2013P		2014P		2015P	
	teraz	**cel**	teraz	**cel**	teraz	**cel**	teraz	**cel**	teraz	**cel**
P/E	5,8	**10,0**	5,8	**10,1**	5,8	**10,0**	5,4	**9,3**	4,5	**7,8**
EV/EBITDA	3,3	**5,3**	3,8	**6,2**	3,7	**6,0**	3,6	**5,8**	3,1	**5,1**
EV/EBIT	4,2	**6,8**	5,2	**8,4**	5,0	**8,1**	4,8	**7,8**	4,0	**6,5**
P/BV	0,8	**1,3**	0,7	**1,3**	0,7	**1,3**	0,7	**1,3**	0,7	**1,2**
DY	-	**-**	13,0%	**7,5%**	17,1%	**9,9%**	17,2%	**10,0%**	18,6%	**10,8%**

INFORMACJE O AKCJACH W OBROCIE NA GPW

Akcje PGO S.A. dopuszczone do obrotu na GPW:

liczba akcji:	96.300.000	**liczba akcji u akcjonariuszy z udziałem poniżej 5%:**	14.804.285

Akcje objęte umowami zakazu sprzedaży:

Na Dzień Prospektu, tj. 29 czerwca 2011 roku, nie istniały wiążące akcjonariusza Spółki umowy zakazu sprzedaży akcji (ang. *lock-up*).

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

Prognozowany rachunek zysków i strat

w tys. zł	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	CAGR	15r/11r
przychody ze sprzedaży	172.344	256.219	219.600	225.451	254.885	288.160	*3,0%*	*12,5%*
koszt własny sprzedaży	146.858	200.003	170.207	175.013	202.783	230.567	*3,6%*	*15,3%*
zysk brutto na sprzedaży	**25.486**	**56.216**	**49.393**	**50.438**	**52.102**	**57.594**	***0,6%***	***2,5%***
koszty sprzedaży	1.981	2.400	2.160	2.214	2.325	2.499	*1,0%*	*4,1%*
koszty ogólnego zarządu	19.903	19.950	19.950	19.950	19.950	19.950	*0,0%*	*0,0%*
zysk na sprzedaży	**3.602**	**33.866**	**27.282**	**28.274**	**29.827**	**35.144**	***0,9%***	***3,8%***
pozostały wynik operacyjny	3.888	-3.744	-3.209	-3.294	-3.724	-4.211	*3,0%*	*12,5%*
EBITDA	15.980	38.919	32.707	33.611	34.732	39.561	*0,4%*	*1,7%*
EBIT	**7.491**	**30.122**	**24.074**	**24.979**	**26.102**	**30.933**	***0,7%***	***2,7%***
wynik finansowy, w tym:	-477	-7.042	-1.109	-1.864	-1.142	-995	*-38,7%*	*-85,9%*
- odsetki	*-1.662*	*-2.329*	*-1.380*	*-1.245*	*-1.234*	*-870*	*-21,8%*	*-62,6%*
- rozliczenia forwardów	*2.524*	*-5.070*	*1.907*	*117*	*475*	*325*	*n.d.*	*-106,4%*
- wycena forwardów	*-815*	*-3.900*	*1.300*	*125*	*125*	*125*	*n.d.*	*-103,2%*
- różnice kursowe	*-502*	*4.257*	*-2.935*	*-861*	*-508*	*-574*	*n.d.*	*-113,5%*
zysk brutto	**7.014**	**23.080**	**22.965**	**23.116**	**24.960**	**29.939**	***6,7%***	***29,7%***
podatek dochodowy	1.890	4.853	4.829	4.860	5.248	6.295	*6,7%*	*29,7%*
działalność zaniechana	-297	140	-	-	-	-	*n.d.*	*-100,0%*
zysk netto	**4.827**	**18.367**	**18.136**	**18.255**	**19.712**	**23.644**	***6,5%***	***28,7%***

Prognozowana rentowność

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	ϕ	15r/11r
rentowność brutto na sprzedaży	14,8%	21,9%	22,5%	22,4%	20,4%	20,0%	21,4%	-8,9%
rentowność na sprzedaży	2,1%	13,2%	12,4%	12,5%	11,7%	12,2%	12,4%	-7,7%
rentowność EBIT	4,3%	11,8%	11,0%	11,1%	10,2%	10,7%	10,9%	-8,7%
rentowność netto	2,8%	7,2%	8,3%	8,1%	7,7%	8,2%	7,9%	14,5%

BILANS

Prognozowany bilans – aktywa

[tys. zł]	XII 2010	XII 2011P	XII 2012P	XII 2013P	XII 2014P	XII 2015P	CAGR	15r/11r
aktywa trwałe	**148.668**	**147.124**	**146.366**	**146.448**	**147.004**	**147.650**	***0,1%***	***0,4%***
wartości niematerialne	2.290	1.835	1.816	1.799	1.788	1.784	-0,7%	-2,8%
rzeczowe aktywa trwałe	142.490	140.253	140.234	140.217	140.206	140.202	0,0%	0,0%
aktywa obrotowe	**78.161**	**109.452**	**96.547**	**98.868**	**111.874**	**128.579**	**4,1%**	**17,5%**
zapasy	24.349	44.826	38.148	39.225	45.449	51.676	3,6%	15,3%
należności handlowe	24.370	51.866	44.453	45.638	51.596	58.332	3,0%	12,5%
aktywa finansowe	19.304	0	1.300	125	125	125	n.d.	n.d.
środki pieniężne	*4.476*	*4.343*	*5.431*	*6.474*	*6.331*	*8.980*	*19,9%*	*106,8%*
pozostałe	5.662	8.418	7.214	7.407	8.374	9.467	3,0%	12,5%
AKTYWA RAZEM	**226.829**	**256.576**	**242.913**	**245.316**	**258.878**	**276.230**	**1,9%**	**7,7%**

Prognozowany bilans – pasywa

kapitał własny	**120.922**	**138.853**	**143.214**	**143.333**	**144.790**	**148.722**	***1,7%***	***7,1%***
zadłużenie odsetkowe	**43.695**	**25.658**	**24.291**	**24.532**	**25.888**	**27.623**	**1,9%**	**7,7%**
pozostałe zobowiązania	**62.212**	**163.923**	**167.472**	**152.859**	**165.652**	**188.085**	**3,5%**	**14,7%**
zobowiązania handlowe	20.329	25.899	22.040	22.663	26.259	29.856	3,6%	15,3%
zobowiązania finansowe	0	3.900	0	0	0	0	n.d.	-100,0%
zobowiązania podatkowe	3.292	4.894	4.195	4.306	4.869	5.504	3,0%	12,5%
rezerwy na zobowiązania	35.764	53.169	45.570	46.784	52.892	59.798	3,0%	12,5%
inne	2.827	4.203	3.602	3.698	4.181	4.726	3,0%	12,5%
PASYWA RAZEM	**226.829**	**256.576**	**242.913**	**245.316**	**258.878**	**276.230**	**1,9%**	**7,7%**

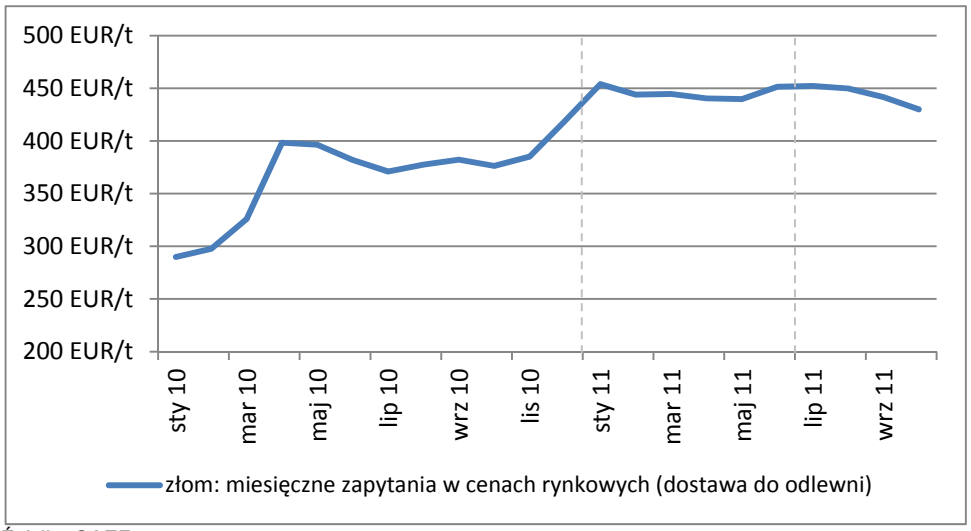
PRYZMAT MIINIONEGO KWARTAŁU

czynniki zewnętrzne

Stabilne ceny złomu pomogły realizować planowaną marżę.

Mimo, że praktyką odlewni jest uzależnianie ostatecznych cen za odlewy od indeksu CAEF dla cen złomu, to rentowność odlewnictwa i tak w bardzo dużym stopniu zależy od kształtowania się cen złomu. Średnia cena złomu w III kwartale, liczona na podstawie średnich cen miesięcznych złomu podawanych przez CAEF, notowana w euro, wzrosła o 1% w stosunku do odpowiedniej średniej ceny za I półrocze 2011 roku (po przeliczeniu na złote wg średnich miesięcznych kursów podanych przez NBP – wzrosła o 5%). Jednocześnie od sierpnia ceny złomu maleją coraz szybciej. Są to okoliczności, które nie zaburzają zakładanych marży z realizacji poszczególnych kontraktów – w zakresie wpływu cen złomu na te marże.

Ceny złomu wg CAEF [EUR/t]



Źródło: CAEF.

Osłabienie złotego do euro sprzyja PGO.

	ϕ I.11	ϕ II.11	ϕ III.11	ϕ IV.11	ϕ V.11	ϕ VI.11	ϕ VII.11	ϕ VIII.11	ϕ IX.11
PLN/EUR	3,8969	3,9286	4,0174	3,9706	3,9395	3,9695	3,9907	4,1232	4,3332

Średni kurs PLN/EUR w III kwartale, obliczony na podstawie średniomiesięcznych kursów podawanych przez NBP, był o 4,9% wyższy od średniego kursu z I półrocza. Około 60% przychodów PGO jest realizowanych w euro. Jednocześnie krajowe notowania materiałów wsadowych i ceny energii nie są niezależne od notowań światowych. Szczególnie zmiany ceny złomu na rynku europejskim wpływają na ceny krajowe. Jeśli przyjmiemy, że około 40% kosztu własnego sprzedaży wiąże się z materiałami wsadowymi, zależnymi od cen europejskich, to faktyczna długa pozycja walutowa (netto) w sensie ekonomicznym wynosi około 1/3 wartości przychodów. Należy też pamiętać o tym, że za pomocą forwardów Spółka zabezpiecza poziomy kursu PLN/EUR zastane na dany moment, a to oznacza, że rentowność brutto na sprzedaży eksportowej zależy od kursu złotego w chwili podejmowania zabezpieczenia. Przy takich uproszczonych założeniach, słabszy złoty poprawił rentowność brutto na sprzedaży w III kwartale o około 1,5 punktu procentowego. Natomiast dodatnie różnice kursowe z rozliczania transakcji operacyjnych zostały zneutralizowane prze ujemne rozliczenia finansowych kontraktów zabezpieczających.

Utrzymanie przychodów dzięki zamówieniom od stałych klientów

W III kwartale 2011 roku wiele odlewni cieszyło się z popytu ze strony standardowych kategorii swoich odbiorców, czyli z branż motoryzacyjnej i maszynowej. Obserwowano natomiast powściągliwość w podejmowaniu dużych projektów inwestycyjnych, które rodzą zapotrzebowanie na niestandardowe odlewy i oferują lepsze marże. Wynika to z obaw o rozwój sytuacji makroekonomicznej w Europie. Tym samym PGO trudno było pozyskać nowe, intratne zamówienia, które mogłyby zagospodarować wolne moce produkcyjne, szczególnie dla formierni półautomatycznej w Śremie. Dlatego też przychody w III kwartale w wysokości 62.559 tys. zł były na poziomie średnich przychodów kwartalnych zrealizowanych w I półroczu (odpowiednio 62.823 tys. zł).

czynniki wewnętrzne

Coraz mniejszy wpływ księgowań restrukturyzacyjnych

PGO prowadziła w ostatnich latach restrukturyzację swojej działalności tak, by dostosować ją do nowych realiów rynkowych wywołanych pierwszą falą kryzysu w 2009 roku. Większość jednorazowych skutków tych zabiegów trafiała do pozostałych przychodów lub kosztów operacyjnych.

Skorygowane o zysk ze zbycia elektrociepłowni (5.503 tys. zł), pozostałe przychody operacyjne w 2010 roku wyniosły 12.737 tys. Po III kwartałach 2011 roku stanowiły one 2.367 tys. zł. Średnio kwartalnie w 2011 roku wynosiły zatem 789 tys. zł, podczas gdy rok wcześniej było to 1.809 tys. zł (po wyeliminowaniu zysku ze zbycia elektrociepłowni). W 2010 roku, rozwiązane rezerwy dały 3.584 tys. zł pozostałych przychodów operacyjnych.

Skorygowane o koszty przejęcia (61 tys. zł), pozostałe koszty operacyjne w 2010 roku wyniosły 8.849 tys. zł. Po III kwartałach 2011 roku opiewały na 5.117 tys. zł. Analogicznie, średnio kwartalnie w 2011 roku było to 1.706 tys. zł względem 2.197 tys. zł (bez kosztów przejęcia). W 2010 roku, koszty demontażu i likwidacji środków trwałych pochłonęły 2.009 tys. zł.

Tym samym EBIT za pierwsze trzy kwartały 2011 roku nie jest już istotnie zniekształcony przez proces restrukturyzacji, który ma się ku końcowi.

KOLOR BIEŻĄCEGO KWARTAŁU

czynniki zewnętrzne

Spadające ceny złomu

W październiku, wg CAEF, ceny złomu spadły do 430 euro za tonę (z 442), czyli o 3% (po uwzględnieniu osłabienia złotego spadły o 2%). Taka tendencja może utrzymać się do końca roku. Ceteris paribus, będzie to sytuacja korzystna dla PGO.

Słabnący złoty

W październiku średni miesięczny kurs PLN/EUR wyniósł 4,3562 i był o 0,5% wyższy niż we wrześniu. Na koniec listopada złoty osłabił się do ponad 4,5. Obawom związanym z kondycją finansową wielu państw europejskich i przez to o koniunkturę w Europie towarzyszy niechęć do polskiej waluty. Taka sytuacja utrzyma się do końca roku, choć powszechnie spekuluje się, że pod koniec roku dojdzie do próby lekkiego umocnienia złotego, by dług państwowy przeliczany z walut obcych na koniec roku był trochę niższy. Sądzimy jednak, że takie ewentualne zabiegi nie przyniosą znaczącej poprawy, jeśli sentyment rynkowy pozostanie negatywny. Natomiast słaby złoty oczywiście pozytywnie wpłynie na rentowność brutto na sprzedaży, osiąganą przez PGO, ale negatywnie na rozliczenie i wycenę forwardów. Dalsze znaczące osłabienie się złotego może negatywnie wpłynąć na wyniki PGO w 2011 roku z uwagi na konieczność wyceny w dniu bilansowym otwartych pozycji w forwardach, dla których nie ma jeszcze korespondujących wyższych przychodów eksportowych i przeciwstawnych różnic kursowych.

czynniki wewnętrzne

Spłata obligacji przez Centrozap

Zgodnie z informacjami zawartymi w Prospekcie, do końca 2011 roku Centrozap powinien spłacić 1700 z 2100 obligacji o wartości nominalnej 10 tys. zł każda, wyemitowanych w związku z nabyciem elektrociepłowni od PGO. Sądzimy, że krótkoterminowe aktywa finansowe o wartości 10.271 tys. zł na koniec września 2011 roku w zdecydowanej większości dotyczą właśnie tych obligacji. Spłata obligacji przez Centrozap zaowocuje dopływem gotówki o znacznej wartości. Poprawi to sytuację płynnościową w Spółce. Być może środki te zostaną wykorzystane na nieznaczną redukcję zadłużenia.

Poszukiwanie klientów dla formierni półautomatycznej

Niewykorzystane moce produkcyjne na formierni półautomatycznej w Śremie zmuszają PGO do nieustającego poszukiwania klientów dla odlewów, które mogłyby zostać tam wykonane. Pozyskanie takich odbiorców mogłoby zaowocować skokiem wartości przychodów ze sprzedaży.

LEKCJA Z KOREKTY PROGNOZY

W skonsolidowanym raporcie kwartalnym za III kwartał 2011 roku, PGO skorygowała prognozę na 2011 rok, przedstawioną w Prospekcie. Niewielka zmiana założeń co do przychodów świadczy o tym, że zarząd Spółki dobrze zna swoją działalność i możliwości rynkowe. Istotne zmiany wartości prognozowanych na poziomach wynikowych są natomiast dowodem na to, że obecne uwarunkowania makroekonomiczne są na tyle złożone, że trudno jest przewidzieć ostateczną rentowność. Daje to pewien obraz branży w tym sensie, że nie należy oczekiwać rewolucji w przychodach, gdyż zapotrzebowanie na odlewy pochodzi z wielu gałęzi gospodarki, w związku z czym jest ono względnie stabilne. Natomiast branża odlewnicza jest bardzo wrażliwa na kształtowanie się wielu zewnętrznych czynników cenowych i walutowych. W uproszczeniu: mniej więcej wiem, ile uda mi się sprzedać, ale nie wiem do końca, ile na tym zarobię.

Korekta prognozy na 2011 rok przez PGO

Prognozowana pozycja	*Prognoza z dnia 29.06.2011*	*Prognoza z dnia 14.11.2011*	*zmiana %*
Przychody ze sprzedaży	253 738	256 872	1,2%
Zysk operacyjny (EBIT)	20 841	29 407	41,1%
Zysk operacyjny + amortyzacja (EBITDA)	29 668	38 234	28,9%
Zysk netto	13 944	17 938	28,6%

Źródło: skonsolidowany raport kwartalny PGO S.A. za III kwartał 2011 roku

SZKLANA KULA NA 2012 ROK

Dywersyfikacja branżowa tarczą przed spowolnieniem

Mocne uderzenie, jakie PGO odebrała w 2009 roku, doprowadziło do wielu korzystnych zmian w Grupie. Jednym z nich jest znacząca poprawa dywersyfikacji branżowej. W efekcie, skala prowadzonej działalności jest mniej podatna na nagłe załamania. Także w 2012 roku nie oczekujemy istotnego załamania skali działalności – tym bardziej, że Grupa poszukuje odbiorców z kolejnych branż.

Nietuzinkowe kompetencje w wielkogabarytowych odlewach

Siłą rynkową PGO jest możliwość wykonywania bardzo dużych odlewów – nawet do 30 ton. Niewiele odlewni ma takie możliwości. Barierą wejścia są nie tylko koszty, ale także niezbędna wiedza do wykonywania takich specjalnych odlewów oraz konieczność odpowiedniego ułożenia procesu odlewniczego, by był on wydajny kosztowo. Te możliwości będą wpływać stabilizująco na osiągane przychody ze sprzedaży i wyniki.

Niekorzystne następstwa ogólnoświatowego spowolnienia w części równoważone słabszym złotym

Zakładamy, że sprawdzą się powszechne zapowiedzi ogólnoświatowego spowolnienia dynamiki wzrostu PKB, dlatego przyjmujemy spadek wolumenu odlewów sprzedawanych przez PGO na 2012 rok. Nie zakładamy pozyskania nowych klientów dla formierni półautomatycznej w Śremie. Jeśli jednocześnie obawom o wypłacalność krajów europejskich nadal będzie towarzyszyć niechęć inwestorów do złotego, to pozytywne skutki słabego złotego dla marży handlowej PGO częściowo zniwelują spadek obrotów – z punktu widzenia zysku netto. Niemniej jednak Spółka nie posiada aż tak długiej pozycji walutowej w sensie ekonomicznym. Dlatego też ostrożniejsze założenia wolumenowe na 2012 rok (względem 2011 roku) prowadzą do niższego zysku netto w 2012 roku niż rok wcześniej.

SCENARIUSZ PODSTAWOWY

W scenariuszu podstawowym prezentujemy prognozę Mercurius Dom Maklerski w zakresie rozwoju działalności gospodarczej przez PGO S.A.

Wielkość sprzedaży

Dla 2011 roku wolumeny sprzedaży zostały oszacowane na podstawie informacji ujawnionych w Prospekcie oraz prognozy Spółki ze skonsolidowanego raportu kwartalnego za III kwartał 2011 roku.

Tonaż odlewów sprzedawanych w kolejnych latach wyprowadziliśmy z założeń w zakresie corocznych zmian wolumenu. Na 2012 rok przyjęliśmy 10% spadek ilości odlewów w związku z trudną sytuacją makroekonomiczną w Europie (zdecydowana większość sprzedaży eksportowej PGO trafia na rynki europejskie). Potem przewidujemy coraz szybszą odbudowę skali produkcji i obrotów – wzrosty kolejno o 2,5%, 5% i 7,5%.

zakładana coroczna dynamika dla wolumenu odlewów	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
sprzedaż ilościowa odlewów	136%	90,0%	102,5%	105,0%	107,5%

Przy takich założeniach PGO dopiero w 2015 roku powróci do poziomu sprzedaży z 2011 roku, czyli przekroczy 43 tys. ton. Tym samym powyższe założenia uważamy za konserwatywne. Jednocześnie przypominamy, że w 2008 roku, przed nastaniem kryzysu, PGO sprzedała ponad 60 tys. ton odlewów.

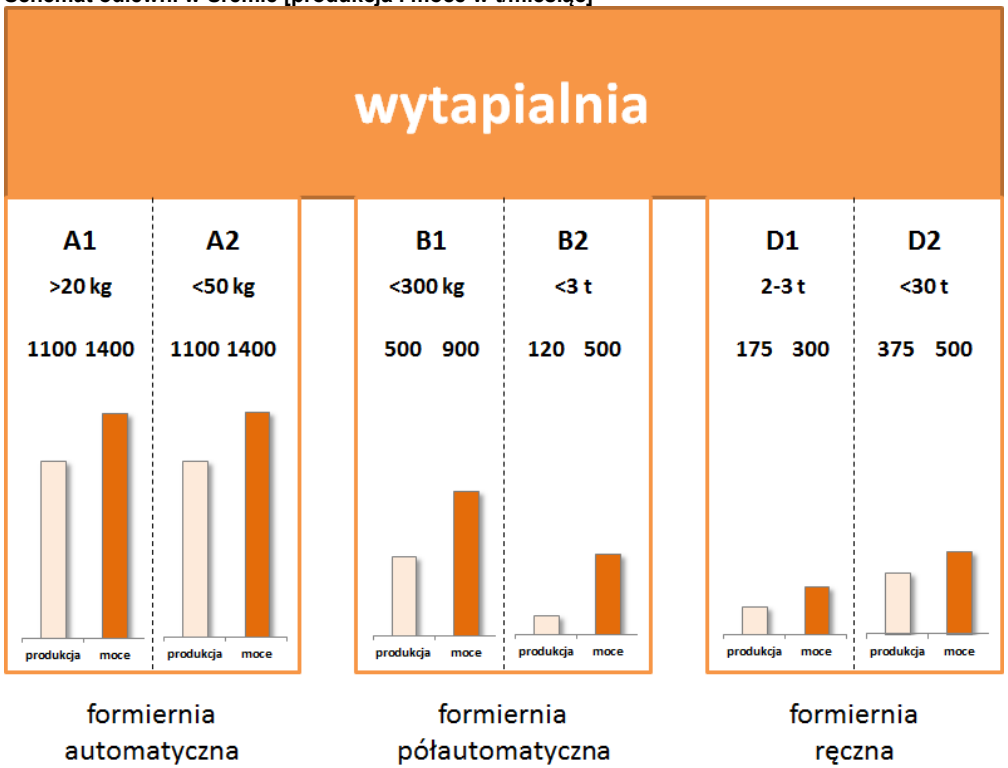
zakładany tonaż odlewów sprzedawanych przez PGO	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
sprzedaż ilościowa odlewów	42.996	38.696	39.664	41.647	44.770

Wierzymy, że PGO będzie w stanie utrzymać skalę działalności w najbliższych latach, gdyż Spółka bardzo intensywnie pracowała od 2009 roku nad silnym zdywersyfikowaniem odbiorców. Złe doświadczenia z 2009 roku, szczególnie wyjątkowo dotkliwa nagła utrata odbiorców stoczniowych, którzy realizowali zamówienia na znaczną skalę, zaowocowały reorientacją w definicjach klientów docelowych. Grupa postanowiła skorzystać w większym stopniu z odmiennego charakteru poszczególnych działów odlewniczych. Zwłaszcza architektura odlewni w Śremie umożliwia specjalizację w wielu typach odlewów **żeliwnych**, tj. w przygotowaniu oferty:

- mniejszych i formowanych głównie automatycznie odlewów dla motoryzacji oraz armatury,
- średnich i formowanych w znacznym stopniu ręcznie odlewów dla rolnictwa i przemysłu maszynowego,
- dużych i formowanych głównie ręcznie odlewów dla przemysłu energetycznego i morskiego.

Pogłębienie dywersyfikacji branżowej umożliwia Grupie profil produkcji w odlewni Pioma w Piotrkowie Trybunalskim, która specjalizuje się w odlewach **staliwnych**, czyli kierowanych do branż wydobywczej i surowcowej oraz hutniczej.

Schemat odlewni w Śremie [produkcja i moce w t/miesiąc]



Źródło: opracowanie własne.

Spółce do tej pory nie udało się wypełnić dziury produkcyjnej w dziale B2 w Śremie powstałej po odejściu dużych klientów w początkowej fazie kryzysu (prowadzone są poszukiwania nowych klientów). W przypadku rozpoczęcia współpracy z nowymi podmiotami, można oczekiwać znaczącego wzrostu wolumenu, a tym samym i przychodów ze sprzedaży. W obrębie formierni półautomatycznej w Śremie występują istotne niewykorzystane moce produkcyjne.

Przychody ze sprzedaży

Do kalkulacji cen za kg odlewu przyjęliśmy, że ceny zmieniają się o 50% zmiany indeksu złomowego (w umowach większości odlewni są klauzule o indeksacji cen współczynnikiem CAEF, czyli indeksem cen złomu).

Sprzedaży odlewów towarzyszy uzyskiwanie przychodów z produktów i usług związanych z działalnością podstawową. Z reguły było to do kilku procent w relacji do przychodów ze sprzedaży odlewów.

działalność kontynuowana	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
sprzedaż odlewów w t	60.371	27.250	31.636	42.996	38.696	39.664	41.647	44.770
sprzedaż odlewów w tys. zł	298.755	160.246	163.469	245.019	210.001	215.596	243.743	275.564
cena odlewu w zł / t	4.949	5.881	5.167	5.699	5.427	5.436	5.853	6.155
pozostałe przychody w tys. zł	15.836	8.611	8.875	11.200	9.599	9.855	11.142	12.596
przychody łącznie	314.591	168.857	172.344	256.219	219.600	225.451	254.885	288.160

Rentowność sprzedaży

W 2008 roku ceny złomu były wysokie, a złoty mocny. Wpłynęło to niekorzystnie na rentowności osiągane przez PGO. Rok później, ceny złomu znacznie spadły, jednocześnie złoty osłabił się – i rentowności od razu poprawiły się. W 2010 roku, ceny złomu rosły, a złoty umacniał się, co ponownie spowodowało niską zyskowność.

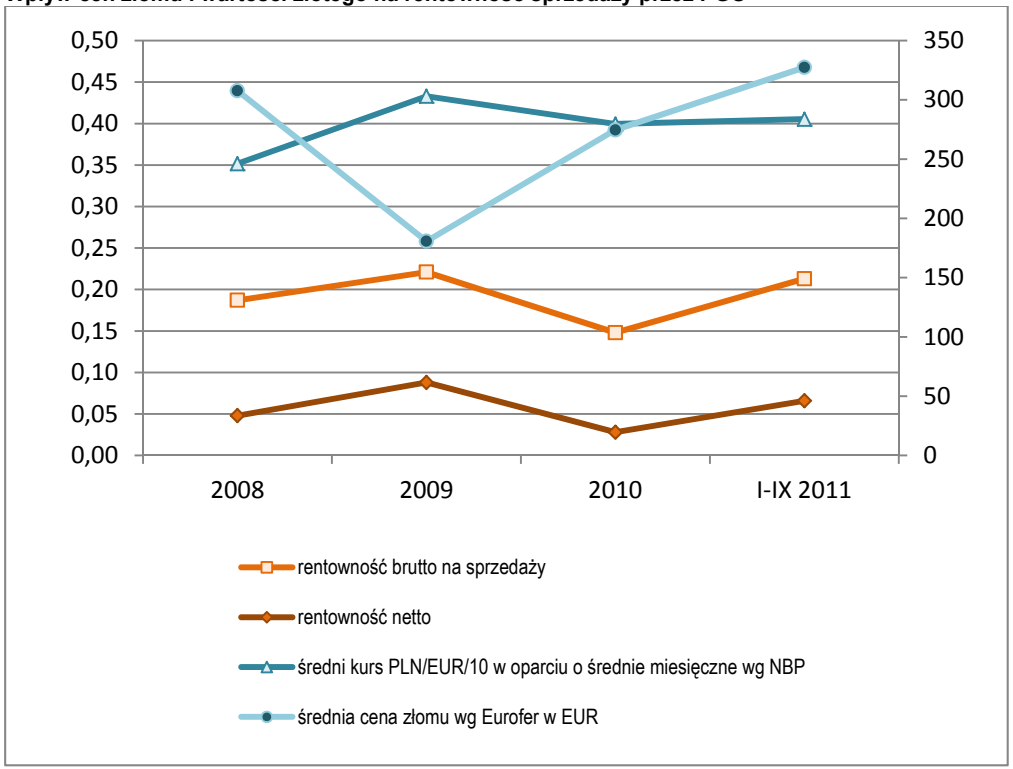
W pierwszych dziewięciu miesiącach 2011 roku, ceny złomu mocno spadły w lutym (do 329 €/t z 361 €/t w styczniu; wg kursu NBP: do1.291 zł/t z 1.405 zł/t), a w kolejnych miesiącach utrzymywały się na zbliżonym poziomie (po przeliczeniu na złote, w kolejnych miesiącach systematycznie rosły aż do 1.382 zł/t we wrześniu, a w październiku spadły do 1336 zł/t). Średnia cena za I-IX 2011 była o 19% (21% w zł) wyższa od średniej dla całego 2010 roku. Zatem wzrost cen złomu nie był już tak dynamiczny, jak w 2010 roku (o 52% w € i 40% w zł w porównaniu do 2009 roku).

Co więcej, jeśli porównamy średnią cenę z września 2011 roku do średniej ceny z lutego 2011 roku, to mamy spadek o 3%, a w porównaniu do ceny w styczniu – spadek o 12% (w zł: wzrost wynosi wtedy już tylko 7%, a w porównaniu do średniej ceny stycznia 2011 roku nawet spadek o 2%). Innymi słowy, średniomiesięczny wzrost cen w okresie I-IX 2011 roku wyniósł minus 1,5% (minus 0,2% dla zł).Tym samym były to okoliczności sprzyjające odlewniom. Jednocześnie złoty osłabiał się względem euro średniomiesięcznie o 1,2%, co było korzystne dla PGO kontraktującej ceny eksportowe w euro. Oba te czynniki zaowocowały poprawą rentowności w pierwszych trzech kwartałach 2011 roku.

Spółka zabezpiecza się przed wahaniami walut za pomocą kontraktów forward w taki sposób, że otwarte pozycje opiewają przeciętnie na około 12 mln euro. Materiały wsadowe są nabywane za złote, energia jest opłacana w złotych, jak i pozostałe koszty. Jednocześnie około 60% przychodów jest realizowanych w euro. Wskazywałoby to na bardzo istotną długą pozycję w europejskiej walucie. W istocie, pozycja ta jest jednak mniejsza, gdyż krajowe notowania materiałów wsadowych i ceny energii nie są niezależne od notowań światowych. Szczególnie zmiany ceny złomu na rynku europejskim przekładają się na ceny krajowe. Jeśli przyjmiemy, że około 40% kosztu własnego sprzedaży wiąże się z materiałami wsadowymi, zależnymi od cen europejskich, to faktyczna długa pozycja walutowa (netto) w sensie ekonomicznym wynosi około 1/3 wartości przychodów. Należy przy tym pamiętać o tym, że Spółka zabezpiecza poziomy kursu PLN/EUR zastane na dany moment, a to oznacza, że opłacalność eksportu zależy od kursu złotego z chwili zabezpieczenia. Jest to widoczne także w analizie zależności pomiędzy rentownościami a cenami złomu i kursem PLN/EUR.

Wnioski z tej dalece uproszczonej analizy wykorzystujemy do prognozowania rentowności brutto na sprzedaży. Po pierwsze, zakładamy, że PGO będzie eksportować 2/3 swoich odlewów. Po drugie, zakładamy, że kurs PLN/EUR powróci na koniec 2012 roku do wartości 4,00, a potem będzie systematycznie umacniał się do 3,85 na koniec 2015 roku. Po trzecie, mając na uwadze skalę zadłużenia krajów europejskich i powszechnie oczekiwane spowolnienie gospodarcze, przyjmujemy, że w 2012 roku ceny złomu spadną o około 10%, w 2013 roku nie zmienią się, w 2014 roku wzrosną o 15%, a w 2015 roku o kolejne 10%.

Wpływ cen złomu i wartości złotego na rentowność sprzedaży przez PGO



Źródło: opracowanie własne.

Do uzyskania atrakcyjnej rentowności brutto na sprzedaży niezbędne jest także racjonalne wykorzystywanie mocy produkcyjnych. Ma to bowiem duży wpływ na wydajność energetyczną procesu, a także na rozłożenie kosztów robocizny na jeden kilogram odlewu.

Uwzględniając powyższe czynniki, wykorzystujemy 3 mnożniki do oszacowania rentowności brutto na sprzedaży w latach 2011-2015, wychodząc od prognozowanej rentowności brutto na sprzedaży na 2011 rok w wysokości 22,1%. Jest ona podwyższona o 0,5 punktu procentowego w porównaniu do rentowności wynikającej z prognozy Spółki w skonsolidowanym sprawozdaniu kwartalnym za III kwartał 2011 roku, ponieważ od początku czwartego kwartału obserwujemy dalsze osłabianie się złotego oraz spadające ceny złomu. Mnożniki walutowy i wsadowy opierają się na porównaniu odpowiednich, średnich wartości rocznych.

	2012P	2013P	2014P	2015P
udział sprzedaży eksportowej	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
walutowy mnożnik rentowności	1,02	0,96	0,99	0,99
wsadowy mnożnik rentowności	1,11	1,00	0,87	0,91
mnożnik efektów skali	0,90	1,03	1,05	1,08
złożony mnożnik	**1,02**	**0,99**	**0,91**	**0,97**

Jednocześnie przyjęliśmy, że odlewy automatyczne oferują niższe marże – konkurencja jest duża, a wymagana specyficzna wiedza stosunkowo nieduża. Odwrotnie z odlewami ręcznymi – tu umiejętności przewidywania działania praw fizyki przy dużych odlewach są newralgiczne. Barierą wejścia jest także konieczność osiągnięcia sporych rozmiarów działalności tak, aby możliwy był stały dopływ dużej ilości stopionego metalu – bez tego wydajność kosztowa procesu pogarsza się. Dlatego w tym zakresie konkurencja jest słabsza, a marże lepsze. W strategii zamieszczonej w Prospekcie, PGO ujawniła dążenie do zwiększania skali odlewów generujących atrakcyjniejsze zyski. Tym samym założyliśmy powolną, systematyczną zmianę struktury formowania odlewów na niekorzyść odlewów automatycznych. Mnożniki nakładamy na przyjętą rentowność żeliwnych odlewów automatycznych i ręcznych oraz staliwnych i uzyskujemy rentowność brutto na sprzedaży ogółem na odlewach.

udział odlewów w sprzedaży ilościowej	**2011P**	**2012P**	**2013P**	**2014P**	**2015P**
żeliwnych – automatycznych (Śrem)	73,8%	72,8%	71,5%	70,2%	68,9%
żeliwnych – ręcznych (Śrem)	11,8%	12,2%	13,0%	13,8%	14,6%
staliwnych (Pioma)	14,4%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%
rentowność brutto na sprzedaży	**22,1%**	**22,6%**	**22,5%**	**20,5%**	**20,1%**

Zastosowanie takiego rozumowania prowadzi do rentowności brutto na sprzedaży w 2015 roku na poziomie 20,1%, tj. niższej niż oficjalnie prognozowana przez Spółkę w 2011 roku.

Duży wpływ na poprawę rentowności brutto na sprzedaży może mieć pozyskanie klientów dla odlewów z działów B1 i zwłaszcza B2 w Śremie. Są to bowiem formiernie średnich odlewów (do 300 kg formowanych w znacznym stopniu ręcznie) oraz dużych odlewów (do 3 ton formowanych głównie ręcznie), czyli produktów o atrakcyjnych marżach. Scenariusz podstawowy nie obejmuje jednak pozyskania dużego odbiorcy (co prowadziłoby do skokowego wzrostu wolumenu odlewów i poprawy rentowności).

Rentowność brutto dla pozostałych przychodów przyjęliśmy jako odsetek rentowności brutto na sprzedaży odlewów zmierzony po trzech kwartałach 2011 roku.

pozostała przychody (nie odlewy)	**2011P**	**2012P**	**2013P**	**2014P**	**2015P**
rentowność brutto na sprzedaży	19,5%	20,0%	19,9%	18,2%	17,8%

Koszty

Koszt własny sprzedaży wynika z założeń o cenach odlewów i rentowności brutto na sprzedaży.

Koszty sprzedaży są indeksowane w proporcji 100% przyrostu wolumenu sprzedawanych odlewów.

Koszty ogólnego zarządu pozostaną w latach 2011-2015 na poziomie z 2011 roku. Takie uproszczenie legitymuje założona stabilna ilość odlewów.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Ze sprawozdań zamieszczonych w Prospekcie wynika, że istotną pozycją pozostałych kosztów operacyjnych są rezerwy na naprawy gwarancyjne i poniesione koszty reklamacji, a także rezerwy na świadczenia pracownicze. Są to pozycje zależne od skali działalności. W skonsolidowanym raporcie kwartalnym za III kwartał 2011 roku brak jest informacji o składnikach pozostałych zarówno przychodów jak i kosztów operacyjnych. Ponieważ Spółka prowadziła restrukturyzację, wartości tych pozycji z lat ubiegłych nie są miarodajne dla prognozy na przyszłość. Siłą rzeczy przyjęliśmy uproszczenie, że w latach 2011-2015 relacja salda pozostałych przychodów operacyjnych i pozostałych kosztów operacyjnych do przychodów ze sprzedaży będzie taka jak w pierwszych trzech kwartałach 2011 roku. Z uwagi na istotnie ujemne saldo pozostałych operacji po 9 miesiącach 2011 roku w wysokości 2.750 tys. zł, ekstrapolowanie takiej straty jest podejściem konserwatywnym, mającym na uwadze przede wszystkim wspomniane rezerwy i reklamacje.

Przychody i koszty o charakterze jednorazowym

W okresie analizy, tj. w latach 2011-2015 nie przewidzieliśmy przychodów ani kosztów o charakterze jednorazowym.

Przychody i koszty finansowe

Spółka uzyskuje odsetki depozytowe od środków pieniężnych, a płaci kredytowe z tytułu zadłużenia.

PGO wykazuje różnice kursowe wynikające z przyjętych założeń dla kursów walutowych oraz terminów płatności.

Na potrzeby zabezpieczania ryzyka walutowego, przyjęliśmy, że PGO zawiera co miesiąc kontrakty na 2 mln euro, a ich przeciętna zapadalność wynosi pół roku. Przekłada się to na wycenę i rozliczenia kontraktów.

Podatek od zysku brutto

Ponieważ w poprzednich latach Spółka restrukturyzowała się, stopę podatkową na okres prognozy przyjęliśmy taką, jaką PGO uzyskała po trzech kwartałach 2011 roku.

Prognozowane efekty skali (relacje kosztów do przychodów ze sprzedaży)

Indeksy	**2011P**	**2012P**	**2013P**	**2014P**	**2015P**	**CAGR**	**15r/11r**
przychody ze sprzedaży	*100*	*86*	*88*	*99*	*112*	*3,0%*	*12,5%*
koszt własny sprzedaży	*100*	*85*	*88*	*101*	*115*	*3,6%*	*15,3%*
koszty sprzedaży	*100*	*90*	*92*	*97*	*104*	*1,0%*	*4,1%*
koszty ogólnego zarządu	*100*	*100*	*100*	*100*	*100*	*0,0%*	*0,0%*

Cykle rotacji

cykle rotacji [dni]	XII 2010	IX 2011	XII 2011P	XII 2012P	XII 2013P	XII 2014P	XII 2015P	15r/11r
zapasów	60,5	81,8	81,8	81,8	81,8	81,8	81,8	0,0%
należności handlowych	51,6	73,9	73,9	73,9	73,9	73,9	73,9	0,0%
zobowiązań handlowych	50,5	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	0,0%
gotówki	61,6	108,4	108,4	108,4	108,4	108,4	108,4	0,0%

Cykle rotacji na koniec lat 2011-2015 przyjęliśmy na poziomie wartości z końca września 2011 roku, czyli najbardziej aktualnych ze znanych terminów, związanych z działalnością produkcyjno-handlową Spółki.

Inwestycje

[tys. zł]	2010	2011 I-IX	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
inwestycje brutto	3.574	3.926	8.000	7.200	7.380	7.749	8.330
stopa amortyzacji netto		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
amortyzacja	8.490	6.598	8.797	8.634	8.631	8.629	8.628
inwestycje netto		**-2.672**	**-797**	**-1.434**	**-1.251**	**-880**	**-298**

W latach 2008-2010, zgodnie z Prospektem, Spółka przeznaczyła na inwestycje łącznie 13.365 tys. zł, czyli średnio 4.455 tys. zł rocznie. Był to jednak okres przede wszystkim restrukturyzacji w PGO. W planach inwestycyjnych na 2011 rok, ujawnionych w Prospekcie, Spółka oszacowała inwestycje w 2011 roku na 8.120 tys. zł. Po trzech kwartałach Spółka wydała jedynie około 4 mln zł. Mimo to założyliśmy, że inwestycje w 2011 roku wyniosą 8 mln zł. Przyjęliśmy ponadto, że w kolejnych latach nakłady będą uzależniane od planowanego tonażu odlewów.

Powyższe założenia prowadzą do średnich rocznych wydatków inwestycyjnych w latach 2011-2015 wyższych niż w latach 2008-2010 o niemal 75%. Naszym zdaniem, PGO realizując swoją strategię specjalizacji w odlewach bardziej złożonych, będzie musiała inwestować w technologię, aby móc konkurować z odlewniami zachodnioeuropejskimi.

Do szacowania amortyzacji w latach 2011-2015 wykorzystaliśmy stopę amortyzacji netto za pierwsze trzy kwartały 2011 roku.

Dług netto i emisje

Do kalkulacji potrzeb kredytowych, przyjęliśmy, że PGO będzie utrzymywać stopę zadłużenia odsetkowego w wysokości co najmniej 10% wartości pasywów. W okresie prognozy nie założyliśmy emisji akcji.

Dywidendy

[tys. zł]	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	φ 2011-2015
wypłacone dywidendy	**0**	**13.776**	**18.136**	**18.255**	**19.712**	**13.976**
wskaźnik dywidendy	**0,0%**	**75,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**88,1%**

Sądzimy, że zakończenie restrukturyzacji i wypracowanie wysokiego zysku netto w 2011 roku umożliwi wypłatę dywidendy w 2012 roku. Przy poczynionych dotychczas założeniach, w kolejnych latach przewidujemy bardzo wysoki wskaźnik wypłacania dywidend.

Rezerwy na zobowiązania

Rezerwy na zobowiązania zostały oszacowane jako stały odsetek przychodów ze sprzedaży w oparciu o stosunek za pierwsze trzy kwartały 2011 roku.

Komentarz do scenariusza podstawowego

Zwiększanie ilości sprzedawanych odlewów oraz optymalizacja wydajności kosztowej procesu odlewniczego są kluczem do wypracowywania atrakcyjnych zysków netto. W 2012 roku, mimo zakładanego spadku wolumenu sprzedaży, zysk netto powinien utrzymać się powyżej 18 mln zł (jak w prognozie na 2011 rok) dzięki korzystnym uwarunkowaniom walutowym (słaby złoty) oraz w zakresie materiałów wsadowych (nie rosnące ceny złomu). W kolejnych latach, jeśli koniunktura w Europie będzie poprawiać się, stopniowe zwiększanie ilości sprzedawanych odlewów doprowadzi do wzrostu wyników Spółki, tj. z 18.367 tys. zł w 2011 roku do 23.644 tys. zł w 2015 roku, czyli o prawie 29%.

PGO ma długi cykl konwersji gotówki. Jego optymalizacja mogłaby uwolnić sporo gotówki. Także pozyskanie jakiegoś dofinansowania na modernizację mogłoby poprawić sytuację w tym względzie. Niemniej jednak, przy umiarkowanych nakładach inwestycyjnych, Spółka i tak będzie dysponować nadwyżkami gotówki, które będzie mogła przeznaczać na wypłaty dla właścicieli. Zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, w latach 2012-2015, PGO wypłaci prawie 70 mln zł dywidendy, a dług netto na koniec 2015 roku będzie poniżej 20 mln zł.

ANALIZA SCENARIUSZY

Szanse na zyski uzależnione od koniunktury w Europie i siły europejskiego przemysłu ciężkiego

Z uwagi na swój ciężar, a także często z potrzeby szybkiej dostępności, aż tak bardzo nie opłaca się transportować odlewów na duże odległości statkami. Dlatego europejski przemysł preferuje zaopatrzenie w europejskich odlewniach, ewentualnie z kierunku Bliskiego Wschodu. Zastosowanie odlewów jest bardzo szerokie. Występują one w wielu branżach przemysłowych. W Europie, niektóre takie branże zamierają (np. stoczniowa), a inne nabierają wigoru (np. konwencjonalna energetyka gazowa). Zagrożeniem dla PGO byłaby sytuacja, w której po przepadnięciu jednego rodzaju odbiorców, Grupa nie zdołałaby dostosować swojej oferty do nowych potrzeb rynku. Z drugiej strony jest to także szansa – walka o odbiorców z kolejnych dziedzin gospodarki.

PGO musi konkurować z bardzo zaawansowanymi technologicznie i wydajnymi kosztowo odlewniami zachodnioeuropejskimi, szczególnie niemieckimi. Dążenie Spółki do zagarnięcia bardziej rentownych segmentów jest bardzo ambitne. Rywalizacja kosztowa w prostych odlewach z odlewniami z krajów o niskich kosztach produkcji byłaby bardzo trudna.

Poza tym rosnący udział eksportu i plany ekspansji eksportowej prowadzą do tego, że rośnie także uzależnienie od kursów walutowych – mimo, że Spółka stosuje walutowe kontrakty terminowe (nie zmienia to jednak faktu, że przy słabym złotym rentowność eksportu rośnie, a przy mocnym maleje; kontrakty terminowe zabezpieczają jedynie bieżące poziomy marży na realizowanych zleceniach).

Uproszczona analiza scenariuszy obejmuje trzy scenariusze wolumenowe oraz szoki walutowe.

MACIERZ SCENARIUSZY– ZYSK NETTO PGO S.A.

scenariusze walutowe	scenariusze wolumenowe
Jak wspomnieliśmy, istotnym czynnikiem ryzyka w PGO S.A. jest sytuacja na rynkach walutowych. Materiały wsadowe są nabywane za złote, energia jest opłacana w złotych, jak i pozostałe koszty. Jednocześnie około 60% przychodów jest realizowanych w euro. Wskazywałoby to na bardzo istotną długą pozycję w europejskiej walucie. W istocie, pozycja ta jest jednak mniejsza, gdyż krajowe notowania materiałów wsadowych i ceny energii nie są niezależne od notowań światowych. Szczególnie zmiany ceny złomu na rynku europejskim przekładają się na ceny krajowe. Jeśli przyjmiemy, że około 40% kosztu własnego sprzedaży wiąże się z materiałami wsadowymi, zależnymi od cen europejskich, to faktyczna długa pozycja walutowa (netto) w sensie ekonomicznym wynosi około 1/3 wartości przychodów. Należy przy tym pamiętać o tym, że Spółka zabezpiecza poziomy kursu PLN/EUR zastane na dany moment pod realizację zamówień. Nie eliminuje to zależności rentowności eksportu od siły polskiej waluty. Poniżej prezentujemy macierz scenariuszy z wartością zysku netto w tys. zł dla podstawowego scenariusza operacyjnego – w zależności od kursów PLN/EUR oraz PLN/USD, przy założeniu ceteris paribus (pozostałe czynniki niezmienione).	Przy założeniu względnie stałej rentowności brutto na sprzedaży dla prowadzonej działalności, zyski operacyjne PGO w największym stopniu zależą od ilości sprzedawanych odlewów. Do analizy scenariuszy wolumenowych przyjęliśmy poniższe założenia zmiany dynamiki sprzedaży ilościowej w poszczególnych latach.
W scenariuszu podstawowym zostało założone, że do wiosny 2012 roku kurs PLN/EUR nieznacznie zmaleje, potem do końca 2012 roku osiągnie 4,0, a następnie będzie równomiernie umacniał się do 3,85 zł na koniec 2015 roku. W scenariuszach alternatywnych zmiana kursu następuje w sposób natychmiastowy (szok walutowy). Dla pierwszych dziewięciu miesięcy 2011 roku przyjęte zostały kursy rzeczywiste jako średniomiesięczne kursy podane przez NBP – w każdym scenariuszu.	Scenariusz pesymistyczny wystąpi, jeśli spowolnienie gospodarcze w Europie okaże się znacznie gorsze od bieżących prognoz makroekonomicznych przyjętych przez Unię Europejską na 2012 rok. Scenariusz optymistyczny jest w zasięgu PGO pod warunkiem, że Grupie uda się pozyskać nowych klientów w tych kategoriach wagowych odlewów, gdzie do dzisiaj są znaczne niewykorzystane moce produkcyjne po ograniczeniu zamówień przez klientów na skutek kryzysu gospodarczego. Warunkiem koniecznym będzie ponadto jednoczesne utrzymanie poziomu zamówień w pozostałych działach.

scenariusze wolumenowe	2012P	2013P	2014P	2015P
pesymistyczny	75,0%	90,0%	100,0%	110,0%
wyjściowy	90,0%	102,5%	105,0%	107,5%
optymistyczny	100,0%	110,0%	110,0%	110,0%

	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
PLN/EUR (w pionie), wolumen (w poziomie)	wolumenowy pesymistyczny					wolumenowy wyjściowy					wolumenowy optymistyczny				
silne umocnienie złotego (do 4,0)	20.324	6.567	1.587	173	3.499	20.324	17.356	19.369	20.657	25.245	20.324	25.724	35.729	43.363	53.796
umocnienie złotego (do 4,2)	19.346	6.453	2.177	746	4.162	19.346	17.639	20.486	21.840	26.554	19.346	26.303	37.323	45.208	55.936
wyjściowe założenia	18.367	7.311	933	-137	2.765	18.367	18.136	18.255	19.712	23.644	18.367	26.558	34.234	41.762	51.122
osłabienie złotego (do 4,6)	17.389	6.190	3.326	1.864	5.457	17.389	18.154	22.664	24.149	29.109	17.389	27.400	40.433	48.810	60.113
silne osłabienie złotego (do 4,8)	16.411	6.041	3.886	2.409	6.088	16.411	18.387	23.727	25.276	30.356	16.411	27.918	41.951	50.568	62.151

Komentarz do scenariuszy operacyjnych i walutowych:

Rozważane scenariusze operacyjne prowadzą do zysku netto w 2015 roku od najniższej wartości 2.765 tys. zł (przeszło podzielenie przez sześć zysku prognozowanego na 2011 rok w scenariuszu podstawowym) do najwyższej wartości 62.151 tys. zł (przeszło pomnożenie przez trzy zysku prognozowanego na 2011 rok w scenariuszu podstawowym) – tj. w zależności od założeń zysk netto w 2015 roku waha się szacunkowo o około -90%/+160% w stosunku do scenariusza podstawowego.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ DCF

W najbliższym czasie stabilność dzięki wykorzystaniu potencjału do dywersyfikacji branżowej.

Do wyceny Spółki metodą DCF przyjęliśmy wartości prognozowane w oparciu o omówiony scenariusz podstawowy.

rok	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
EBIT	30.122	24.074	24.979	26.102	30.933
NOPAT	**24.399**	**19.500**	**20.233**	**21.143**	**25.056**
bezgotówkowe koszty operacyjne	-	-	-	-	-
emisje	-	-	-	-	-
inwestycje	-8.000	-7.200	-7.380	-7.749	-8.330
dofinansowanie inwestycji	-	-	-	-	-
amortyzacja	8.797	8.634	8.631	8.629	8.628
zmiana kapitału obrotowego	1.184	-3.867	958	-1.433	-1.279
FCF	**26.380**	**17.067**	**22.442**	**20.590**	**24.075**
zadłużenie odsetkowe / kapitał własny	26,7%	17,7%	17,0%	17,5%	18,2%
koszt zadłużenia odsetkowego	5,6%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%
stopa wolna od ryzyka	4,4%	4,7%	4,6%	4,7%	4,7%
premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt kapitału własnego	10,4%	10,7%	10,6%	10,7%	10,7%
WACC	9,4%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%
PV (FCF) - 2011.01.01	**24.110**	**14.186**	**16.980**	**14.175**	**15.084**

W okresie prognozy, czyli w latach 2011-2015, PGO wygeneruje wolne przepływy pieniężne, których bieżąca wartość na dzień 1 stycznia 2011 roku wynosi łącznie 84.534 tys. zł.

Po okresie prognozy zakładamy zerowe tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych. O perspektywach Spółki w kolejnych latach w naszej ocenie zadecyduje głównie stopień pozyskania klientów z kolejnych branż. W scenariuszu podstawowym, w 2015 roku, PGO sprzeda niecałe 45 tys. ton odlewów przy mocach produkcyjnych szacowanych na 70 tys. ton. Wolne moce stanowić będą więc ponad 1/3 zdolności produkcyjnych Grupy.

rokroczny wzrost FCF po okresie prognozy	**0,0%**
WACC po okresie prognozy	**9,8%**
q szeregu geometrycznego	0,91
TV	245.608
PV (TV) - 2011.01.01	**153.881**
PV (FCF+TV) - 2011.01.01	238.415
PV (FCF+TV) - 2011.12.01	**258.918**
gotówka netto	
z modelu na 2011.12.31	-21.315
ze sprawozdania Spółki na 2011.09.30	-28.599
wycena spółki PGO S.A.	**237.603**
liczba akcji przyjęta do wyceny	96.300.000
cena akcji na 2011.12.01	**2,47 zł**

Po okresie prognozy, czyli po 2015 roku, według naszych założeń, PGO będzie generować rokrocznie wolne przepływy pieniężne w wysokości 24.075 tys. zł. Wartość tych przepływów na dzień 1 stycznia 2011 roku szacujemy na 153.881 tys. zł.

Łączna wartość wolnych przepływów gotówkowych z okresu prognozy i po okresie prognozy wynosi 238.415 tys. zł – na dzień 1 stycznia 2011 roku. Na dzień 1 grudnia, wartość ta wynosi 258.918 tys. zł.

Wartość jednej akcji szacujemy na 2,47 zł – na bazie scenariusza podstawowego i wyceny metodą DCF.

Wycena metodą DCF zależy od założeń dotyczących działalności PGO, jak i parametrów rynkowych, takich jak wartość stopy wolnej od ryzyka, wartość premii rynkowej za ryzyko, kosztu zadłużenia odsetkowego. Analizę wrażliwości wyceny metodą DCF od kluczowych parametrów decydujących o bieżącej wartości przyszłych wolnych przepływów gotówkowych prezentujemy na kolejnej stronie.

NOPAT – wynik z działalności operacyjnej po opodatkowaniu; FCF – wolne przepływy pieniężne; PV – wartość bieżąca; WACC – średni ważony koszt kapitału, TV – wartość rezydualna

Wycena akcji PGO metodą DCF w zależności od premii rynkowej (w pionie) i beta (w poziomie) [zł, ceteris paribus]

RP/beta	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	**1,00**	1,05	1,10	1,15	1,20	1,25	1,30
3,00%	3,74	3,67	3,60	3,53	3,47	3,40	3,34	3,29	3,23	3,18	3,12	3,07	3,02
3,50%	3,57	3,50	3,42	3,35	3,29	3,22	3,16	3,10	3,04	2,98	2,93	2,88	2,83
4,00%	3,42	3,34	3,27	3,19	3,12	3,06	2,99	2,93	2,87	2,81	2,76	2,70	2,65
4,50%	3,29	3,20	3,12	3,05	2,98	2,91	2,84	2,78	2,72	2,66	2,60	2,55	2,50
5,00%	3,16	3,07	2,99	2,91	2,84	2,77	2,70	2,64	2,58	2,52	2,47	2,41	2,36
5,50%	3,04	2,95	2,87	2,79	2,72	2,65	2,58	2,52	2,46	2,40	2,34	2,29	2,24
6,00%	2,93	2,84	2,76	2,68	2,60	2,53	**2,47**	2,40	2,34	2,29	2,23	2,18	2,13
6,50%	2,83	2,74	2,65	2,57	2,50	2,43	2,36	2,30	2,24	2,18	2,13	2,08	2,03
7,00%	2,73	2,64	2,56	2,48	2,40	2,33	2,27	2,21	2,15	2,09	2,04	1,99	1,94
7,50%	2,64	2,55	2,47	2,39	2,31	2,24	2,18	2,12	2,06	2,00	1,95	1,90	1,85
8,00%	2,56	2,47	2,38	2,31	2,23	2,16	2,10	2,04	1,98	1,92	1,87	1,82	1,78
8,50%	2,48	2,39	2,31	2,23	2,15	2,09	2,02	1,96	1,90	1,85	1,80	1,75	1,70
9,00%	2,40	2,31	2,23	2,15	2,08	2,01	1,95	1,89	1,83	1,78	1,73	1,68	1,64

Wycena akcji PGO metodą DCF w zależności od rokrocznego wzrostu FCF po okresie prognozy (w pionie) i WACC (w poziomie) [zł, ceteris paribus]

g/WACC	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	**9,8%**	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
-3,00%	2,62	2,49	2,37	2,27	2,17	2,08	2,03	1,99	1,92	1,85	1,78	1,72	1,66
-2,50%	2,73	2,59	2,46	2,34	2,24	2,14	2,09	2,05	1,97	1,89	1,82	1,76	1,70
-2,00%	2,85	2,69	2,55	2,43	2,31	2,21	2,15	2,11	2,03	1,94	1,87	1,80	1,74
-1,50%	2,98	2,81	2,66	2,52	2,40	2,28	2,22	2,18	2,09	2,00	1,92	1,85	1,78
-1,00%	3,13	2,94	2,77	2,62	2,49	2,37	2,30	2,25	2,15	2,06	1,98	1,90	1,82
-0,50%	3,30	3,09	2,90	2,74	2,59	2,46	2,38	2,34	2,23	2,13	2,04	1,95	1,87
0,00%	3,49	3,25	3,05	2,86	2,70	2,55	**2,47**	2,42	2,31	2,20	2,10	2,01	1,93
0,50%	3,71	3,44	3,21	3,01	2,83	2,67	2,58	2,52	2,39	2,28	2,17	2,07	1,99
1,00%	3,97	3,66	3,40	3,17	2,97	2,79	2,69	2,63	2,49	2,36	2,25	2,14	2,05
1,50%	4,28	3,92	3,61	3,35	3,13	2,93	2,82	2,75	2,60	2,46	2,33	2,22	2,12
2,00%	4,65	4,22	3,87	3,57	3,31	3,09	2,97	2,89	2,72	2,56	2,43	2,30	2,19
2,50%	5,10	4,59	4,17	3,82	3,52	3,27	3,13	3,05	2,85	2,68	2,53	2,40	2,28
3,00%	5,66	5,03	4,52	4,11	3,77	3,47	3,32	3,22	3,01	2,82	2,65	2,50	2,37

Wycena akcji PGO metodą DCF w zależności od premii rynkowej (w pionie) i stopy wolnej od ryzyka (w poziomie) [zł, ceteris paribus]

RP/rf	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	**4,6%**	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
3,00%	4,81	4,44	4,12	3,85	3,60	3,39	3,35	3,20	3,03	2,87	2,73	2,61	2,49
3,50%	4,44	4,12	3,85	3,60	3,39	3,20	3,16	3,03	2,87	2,73	2,61	2,49	2,39
4,00%	4,12	3,85	3,60	3,39	3,20	3,03	3,00	2,87	2,73	2,61	2,49	2,39	2,29
4,50%	3,85	3,60	3,39	3,20	3,03	2,87	2,85	2,73	2,61	2,49	2,39	2,29	2,20
5,00%	3,60	3,39	3,20	3,03	2,87	2,73	2,71	2,61	2,49	2,39	2,29	2,20	2,12
5,50%	3,39	3,20	3,03	2,87	2,73	2,61	2,58	2,49	2,39	2,29	2,20	2,12	2,04
6,00%	3,20	3,03	2,87	2,73	2,61	2,49	**2,47**	2,39	2,29	2,20	2,12	2,04	1,97
6,50%	3,03	2,87	2,73	2,61	2,49	2,39	2,37	2,29	2,20	2,12	2,04	1,97	1,90
7,00%	2,87	2,73	2,61	2,49	2,39	2,29	2,27	2,20	2,12	2,04	1,97	1,90	1,84
7,50%	2,73	2,61	2,49	2,39	2,29	2,20	2,18	2,12	2,04	1,97	1,90	1,84	1,78
8,00%	2,61	2,49	2,39	2,29	2,20	2,12	2,10	2,04	1,97	1,90	1,84	1,78	1,72
8,50%	2,49	2,39	2,29	2,20	2,12	2,04	2,02	1,97	1,90	1,84	1,78	1,72	1,67
9,00%	2,39	2,29	2,20	2,12	2,04	1,97	1,95	1,90	1,84	1,78	1,72	1,67	1,62

NOPAT – wynik z działalności operacyjnej po opodatkowaniu; FCF – wolne przepływy pieniężne; PV – wartość bieżąca; WACC – średni ważony koszt kapitału, TV – wartość rezydualna

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Grupę porównawczą skonstruowaliśmy w oparciu o krajowe i zagraniczne spółki z sektora metalowego o różnym poziomie dywersyfikacji pionowej – od spółek zajmujących się wyłącznie projektowaniem i produkcją na zlecenie elementów ze stopów metali po spółki prowadzące również ich sprzedaż i dystrybucję pod własną marką. Są to:

- **Castings,** jest zlokalizowaną w Wielkiej Brytanii grupą trzech podmiotów gospodarczych (2 odlewni oraz zakładu obróbczego) zajmujących się projektowaniem oraz wykonywaniem odlewów z żeliwa szarego oraz sferoidalnego do 40 kg; roczne zdolności produkcyjne dwóch odlewni to 75 tys. ton; grupa zatrudnia ok. 1.000 pracowników i jest dostawcą odlewów głównie dla przemysłu motoryzacyjnego, a 80% jej produkcji jest eksportowana; spółka notowana w Londynie (LSE),
- **Chamberlin,** posiada trzy odlewnie żeliwa szarego i sferoidalnego oraz dwa zakłady inżynieryjne w Wielkiej Brytanii; wchodzące w skład grupy odlewnie specjalizują się w odlewach lekkich dla motoryzacji – do 30 kg, średnich dla przemysłu wydobywczego i maszyn górniczych – od 30 do 100 kg oraz ciężkich dla kolei – od 100 do 7.000 kg; około 70% produkcji przeznaczona jest na eksport; spółka notowana w Londynie (LSE),
- **Nelcast,** jest jedną z największych odlewni żeliwa szarego i sferoidalnego w Indiach, do grupy odbiorców jej odlewów należą m.in. Tata, Caterpillar czy Arvin Meritor; posiada możliwości produkcji elementów żeliwnych o wadze do 250 kg i jest notowana na giełdzie w Indiach (NSE of India),
- **Kirloskar Ferrous Industries,** to indyjska odlewnia zatrudniająca ok. 1.200 pracowników, produkująca odlewy z żeliwa szarego o wadze do 500 kg oraz sferoidalnego grafityzowanego o wadze do 70 kg; należy do grupy Kirloskar i jest notowana na parkiecie w Bombaju (BSE);
- **Voestalpine,** to austriacka grupa kapitałowa, która za pośrednictwem swoich spółek zależnych angażuje się w produkcję, przetwarzanie oraz dystrybucję wyrobów ze stopów metali; oferuje m.in. blachy walcowane na zimno i gorąco, komponenty do turbin gazowych i parowych, szyny dla przemysłu kolejowego, barierki drogowe oraz szeroką gamę wyrobów dla motoryzacji; jest notowana na giełdzie w Wiedniu (Wiener Börse),
- **HMS Hydraulic Machines & Systems Group,** to jeden z największych producentów pomp w Rosji oraz wiodący producent osprzętu dla przemysłu wydobywczego ropy i gazu; zatrudnia ponad 13.000 pracowników w zakładach w Rosji, Białorusi i na Ukrainie; w skład wchodzą m.in. zakłady obróbki metali oraz odlewnie; jest notowana na giełdzie w Londynie (LSE),
- **Norsk Hydro,** to norweska grupa kapitałowa zajmująca się produkcją wyrobów aluminiowych dla branży samochodowej i budowlanej; zatrudnia ponad 20.000 pracowników w ponad 40 krajach; notowana na giełdzie w Oslo (Oslo Børs),
- **Odlewnie Polskie**, zajmuje się produkcją odlewów ze stopów żelaza z dominującym udziałem żeliwa sferoidalnego oraz działalnością usługową i handlową z tym związaną, jak również handlem materiałami i towarami odlewniczymi; notowana na GPW w Warszawie,
- **Alchemia,** jest grupą kapitałową zaangażowaną w produkcję żeliwa, stali, stopów żelaza, rur stalowych, walcowanych oraz kutych wyrobów ze stali jak również działalnością usługową w zakresie dostarczania rur stalowych na rynek krajowy i zagraniczny; notowana na GPW w Warszawie,
- **Zetkama**, przedmiotem działalności grupy jest produkcja armatury (spółka wykorzystuje produkowane przez siebie odlewy z żeliwa szarego i sferoidalnego), produkcja odlewów z żeliwa, produkcja elementów złącznych oraz podzespołów dla motoryzacji; notowana na GPW w Warszawie;
- **Fasing,** zajmuje się produkcją i sprzedażą łańcuchów górniczych, części zamiennych do maszyn i urządzeń górniczych, łańcuchów przeznaczonych do przenośników zgrzebłowych, zawiesi i innych urządzeń transportu poziomego i pionowego, produkcją sprzętu, narzędzi i innych wyrobów metalowych; angażuje się również w sprzedaż maszyn i urządzeń przemysłowych oraz projektowanie, budowę, uruchamianie, serwis oraz finansowanie biogazowni; notowana na GPW w Warszawie,
- **Impexmetal,** prowadzi działalność w zakresie produkcji wyrobów hutniczych z miedzi, mosiądzu, cynku a także w zakresie skupu, przerobu i handlu złomem akumulatorowym oraz odpadami metali nieżelaznych; prowadzi również działalność handlową; notowana na GPW w Warszawie;
- **Kęty**, to grupa kapitałowa, której podstawą działalności jest produkcja profili aluminiowych i ich późniejsze przetwarzanie w półprodukty i produkty finalne, mające zastosowanie przede wszystkim w budownictwie, motoryzacji i transporcie; notowana na GPW w Warszawie,
- **Automotive Components Europe**, to wg klasyfikacji sektorowej GPW spółka z sektora motoryzacyjnego, jednak w naszej ocenie może być traktowana, jako spółka porównawcza, z uwagi na wchodzące w skład grupy ACE trzy odlewnie (2 żeliwa i 1 aluminium), a także ze względu na wspólną dla ACE i PGO ekspozycję na koniunkturę w określonych branżach, m.in. branży motoryzacyjnej; specjalizuje się w produkcji dwóch podstawowych części hamulców tarczowych: żeliwnych jarzm (wykonanych z żeliwa sferoidalnego) i aluminiowych zacisków; w swojej ofercie posiada także odlewy do ślizgowych i tocznych łożysk, wirniki, obudowy pomp do przemysłu hydraulicznego, odlewy używane w konstrukcji wind, obudowy przekładni i inne wyroby wykorzystywane w urządzeniach przemysłowych i przemyśle inżynieryjnym; notowana na GPW w Warszawie.

Ponieważ naszym zdaniem PGO stanie się wkrótce spółką dywidendową, do wyceny metodą porównawczą wybraliśmy tylko wskaźniki odwołujące się do wyników spółek, czyli P/E, EV/EBIT oraz EV/EBITDA.

Dla wyników z 2010 roku przyjęliśmy wagę 20% (rynek kapitałowy w niewielkim stopniu bazuje na przeszłości, ale wyniki z 2010 roku są jeszcze odniesieniem w oczekiwaniach), z 2011 roku 60% (przewidywania wyników bieżącego roku mają naszym zdaniem kluczowe znaczenie w bieżących wycenach spółek), a z 2012 roku – 20% (ponieważ trudno jeszcze prognozować wyniki 2012 roku z uwagi na złożone uwarunkowania makroekonomiczne, ograniczamy wagę nadchodzącego roku do jedynie 20%).

Kursy akcji, przyjęte do wyliczenia wskaźników, są kursami otwarcia w dniu 1 grudnia 2011 roku. Podobnie kursy walut są wartościami ogłoszonymi przez NBP na dzień 1 grudnia 2011 roku.

spółki porównawcze	PLN/EX	Kapitalizacja bieżąca (mln zł)	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
CASTINGS	5,2498	653	10,7	10,8	10,2	7,2	6,8	5,6	5,3	4,9	4,1
Nelcast	6,4888	135	2,4	5,9	5,2	10,8	6,8	6,4	7,7	5,6	5,3
Kirloskar	6,4888	179	5,7	4,8	4,3	3,4	2,8	1,6	2,5	2,0	1,2
Voestalpine	4,5083	16.333	6,2	4,6	4,2	6,9	5,4	6,9	4,3	3,7	4,9
HMS Hydraulic	0,1086	1.839	11,5	6,4	5,5	7,2	4,0	4,1	6,2	3,6	3,7
Chamberlin	5,2498	47	17,9	10,0	7,1	13,1	8,3	7,0	5,5	4,2	4,1
Norsk Hydro	0,5789	33.489	23,5	12,7	11,1	9,3	6,3	5,5	5,2	4,5	4,1
Odlewnie Polskie	1,0000	29	21,3	6,0	7,3	24,8	10,9	12,8	8,7	5,7	5,8
Alchemia	1,0000	1.116	75,8	16,5	15,2	56,7	14,2	13,0	26,5	9,1	8,6
Zetkama	1,0000	137	26,6	7,6	7,6	17,6	7,0	6,9	10,6	5,4	5,4
Fasing	1,0000	55	25,2	5,2	5,3	15,3	5,0	4,9	6,5	3,6	3,6
Impexmetal	1,0000	736	9,6	7,1	6,6	10,1	6,9	5,8	6,4	5,0	4,4
Kęty	1,0000	900	10,0	9,2	8,6	9,9	9,1	6,4	6,3	5,8	4,1
ACE	4,5083	102	8,9	6,5	5,0	7,2	5,0	4,1	2,7	2,3	2,0
mediana wskaźników			**11,1**	**6,8**	**6,9**	**10,0**	**6,8**	**6,1**	**6,3**	**4,7**	**4,1**

Dane PGO S.A.									
mln zł	**2010**	**2011**	**2012**	**2010**	**2011**	**2012**	**2010**	**2011**	**2012**
zysk netto	4,8	18,4	18,1						
EBIT				7,5	30,1	24,1			
EBITDA							16,0	38,9	32,7
dług netto				39,2	21,3	18,9	39,2	21,3	18,9

Wycena w oparciu o mediany									
wagi	20%	60%	20%	20%	60%	20%	20%	60%	20%
wyceny cząstkowe	53,6	124,7	124,6	35,8	182,9	128,1	60,8	163,2	115,8
średnia ważona	**110,4**			**142,5**			**133,3**		

średnia dla P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA	**128,7**
liczba akcji	**96.300.000**
cena akcji	**1,34 zł**

Wartość jednej akcji szacujemy na 1,34 zł – na bazie scenariusza podstawowego i wyceny metodą porównawczą.

P/E to iloraz ceny za akcję do wartości zysku netto na akcję; EV to wartości spółki: (liczba akcji x cena za akcję) + (zadłużenie odsetkowe – środki pieniężne); EBIT to wynik z działalności operacyjnej; EBITDA to EBIT + amortyzacja; EV/EBIT, EV/EBITDA to odpowiednie ilorazy

PGO NA PARKIECIE

Podsumowanie obrotu i notowań PGO

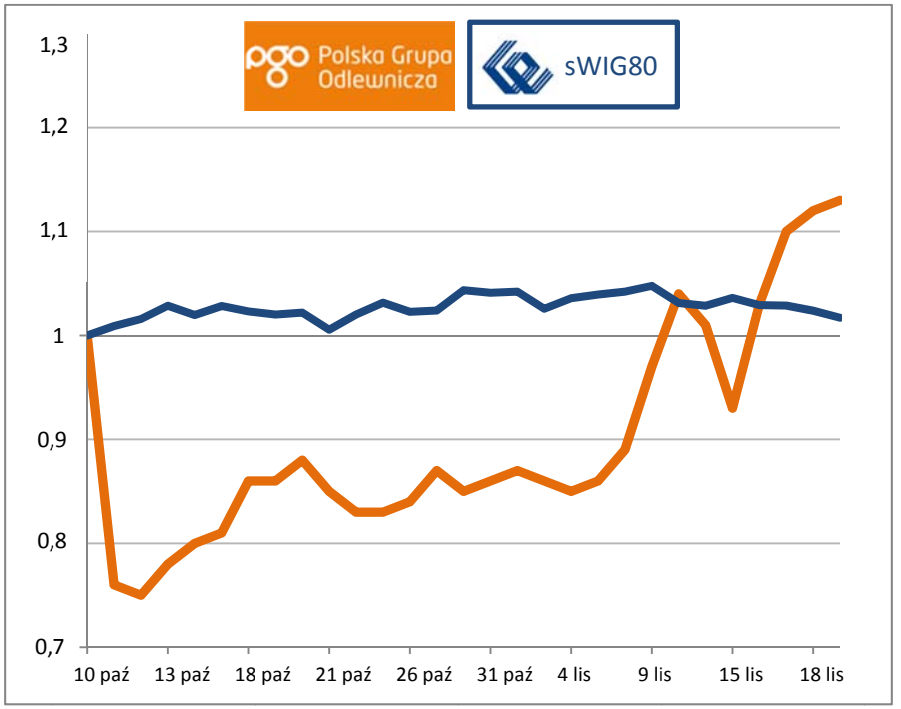
Mimo niemrawego startu giełdowego, inwestorzy szybko docenili walory PGO, które systematycznie zyskiwały na wartości, dzięki czemu kurs zamknięcia sesji z dnia 18 listopada był wyższy od ceny emisyjnej o 13%. W tym samym czasie indeks małych spółek zyskał 2%. W przypadku PGO zysk rzeczywiście okazał się premią za ryzyko – współczynnik zmienności kursu zamknięcia wyniósł 12% wobec 1% dla zdywersyfikowanego portfela akcji (sWIG80).

Notowania akcji Polskiej Grupy Odlewniczej oraz wartość obrotu



Średnio w ciągu sesji handlowano papierami PGO o wartości około 60 tys. zł, co stanowiło 0,1% średniej kapitalizacji w okresie od IPO do 18 listopada. Mając na uwadze fakt, że wolny obrót to zaledwie 15% ogólnej liczby akcji, można uznać, że akcje PGO zapewniają dostateczna płynność obrotu – średnie dzienne obroty sesyjne na GPW również stanowiły około 0,1% kapitalizacji całej giełdy (wg stanu na październik 2011).

Notowania akcji Polskiej Grupy Odlewniczej na tle indeksu sWIG80

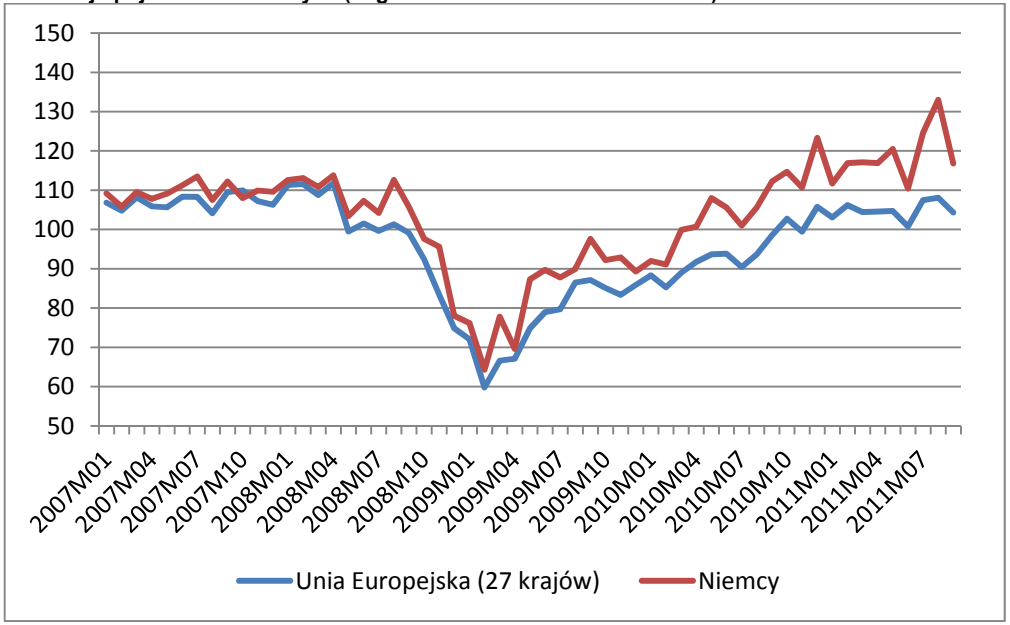


RYNEK ODLEWNICZY

Popyt na odlewy głównie ze strony przemysłu ciężkiego

Ilość wykonywanych odlewów staliwnych i żeliwnych jest istotnie powiązana z koniunkturą w branży motoryzacyjnej i przemysłem maszynowym, choć nie tylko. Po dwóch miesiącach wzrostu, we wrześniu 2011 roku indeks wolumenu produkcji pojazdów silnikowych dla całej Unii Europejskiej spadł do 104,3 (z 108,1), nie pokonując rekordu z kwietnia 2008 roku, kiedy to osiągnął 111,8. Podobnie ukształtowała się zmiana dla produkcji w Niemczech, czyli indeks spadł do 116,8 (z 133,0), lecz po wyraźnym przebiciu szczytu z kwietnia 2008 roku o wartości 113,8. Jednocześnie można wnioskować o rosnącym znaczeniu producentów z Niemiec.

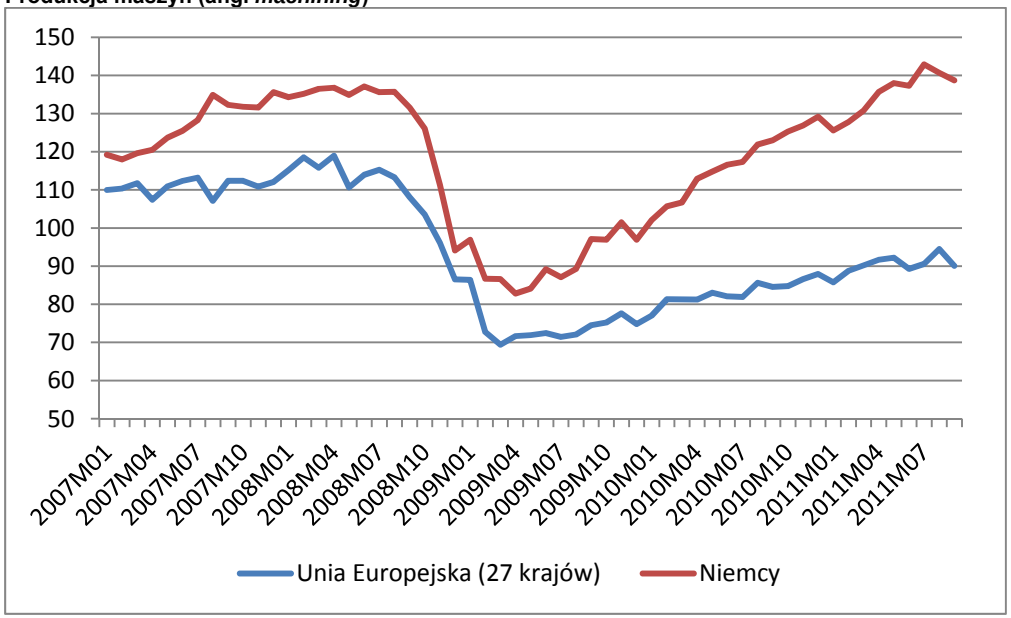
Produkcja pojazdów silnikowych (ang. *manufacture of motor vehicles*)



Źródło: Eurostat (www.ec.europa.eu), indeks ilościowy produkcji (volume index of production), wartość indeksu 100 przyjęto dla 2005 roku, dane wyrównane sezonowo.

Podobnie wyglądała sytuacja w produkcji maszyn. W całej Unii, po dwóch miesiącach wzrostu, we wrześniu, indeks zmalał do 90,1 (z 94,5). W Niemczech odnotowano już jednak spadek drugi miesiąc z rzędu (z 140,7 do 138,7). Poziom produkcji maszyn w całej Unii Europejskiej jest jeszcze znacznie poniżej górki z kwietnia 2008 roku (118,6), choć Niemcy pokonali ją już w maju 2011 roku, umacniając swoją pozycję także w maszynach.

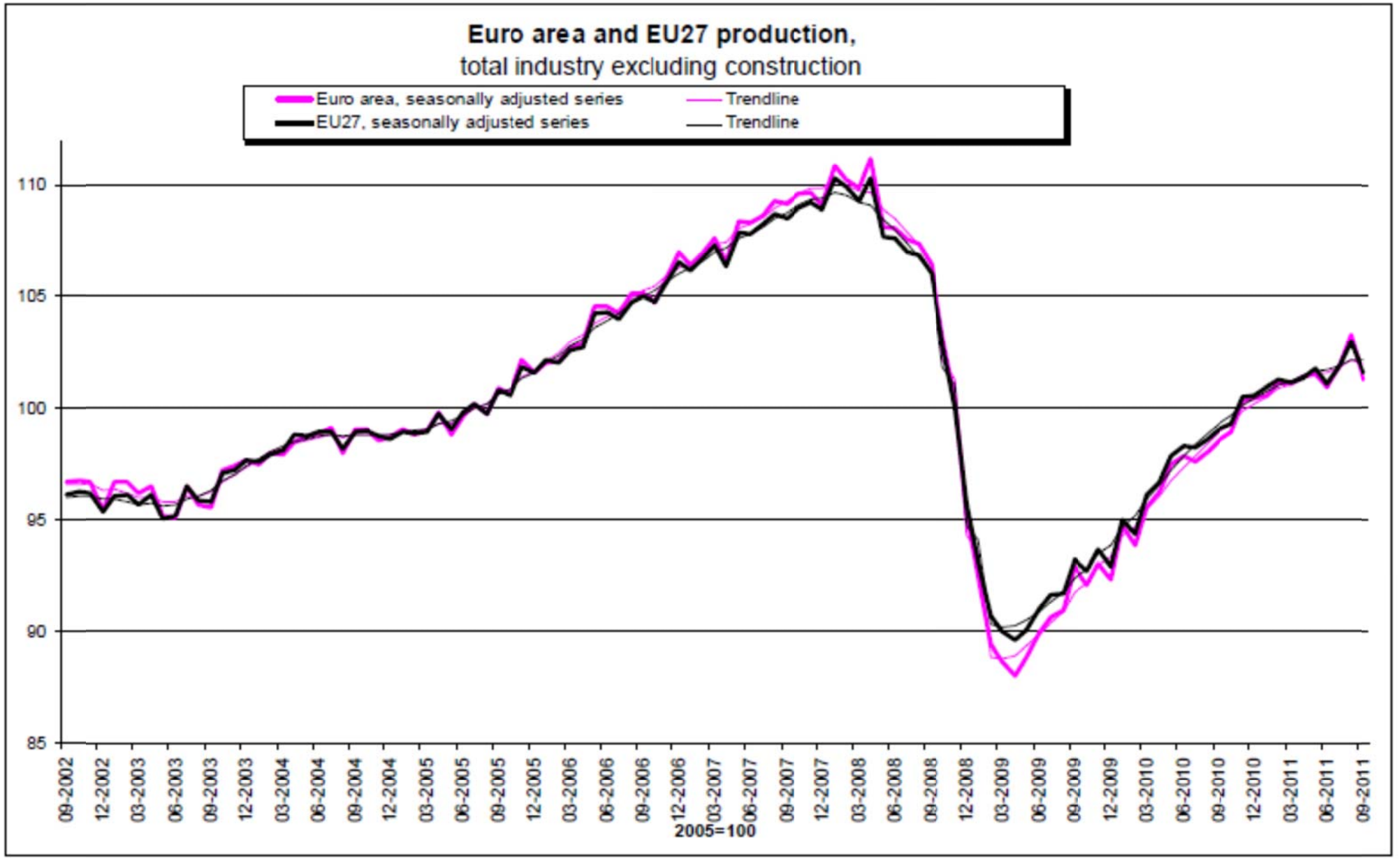
Produkcja maszyn (ang. *machining*)



Źródło: Eurostat (www.ec.europa.eu), indeks ilościowy produkcji (volume index of production), wartość indeksu 100 przyjęto dla 2005 roku, dane wyrównane sezonowo.

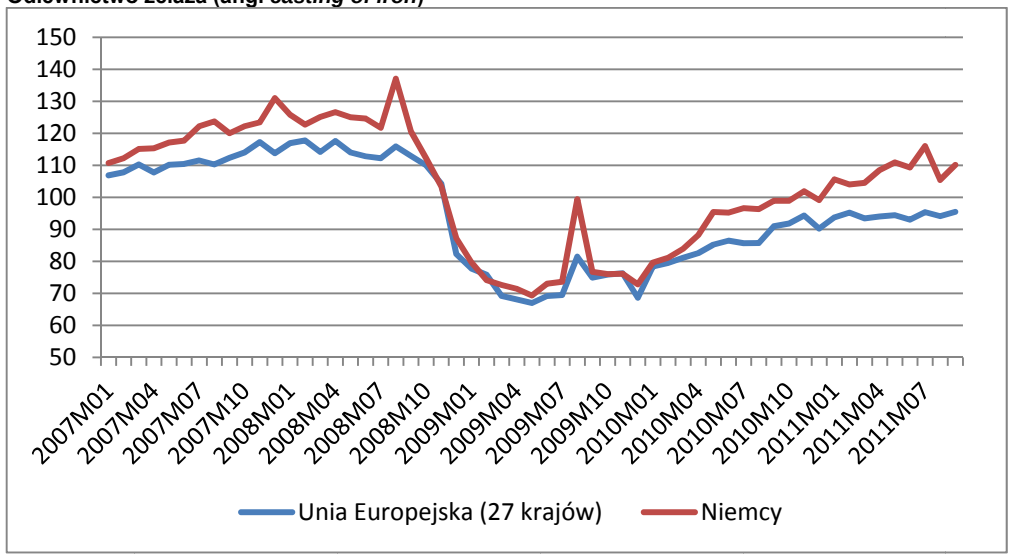
Indeks całej produkcji przemysłowej bez budownictwa dla Unii Europejskiej zmalał we wrześniu 2011 roku o 1,3% w porównaniu do poprzedniego miesiąca (w ujęciu rocznym wzrost o 2,2%). Szczyt w sierpniu 2011 roku znajdował się zdecydowanie poniżej rekordu w kwietniu 2008 roku.

Indeks produkcji przemysłowej w Unii Europejskiej

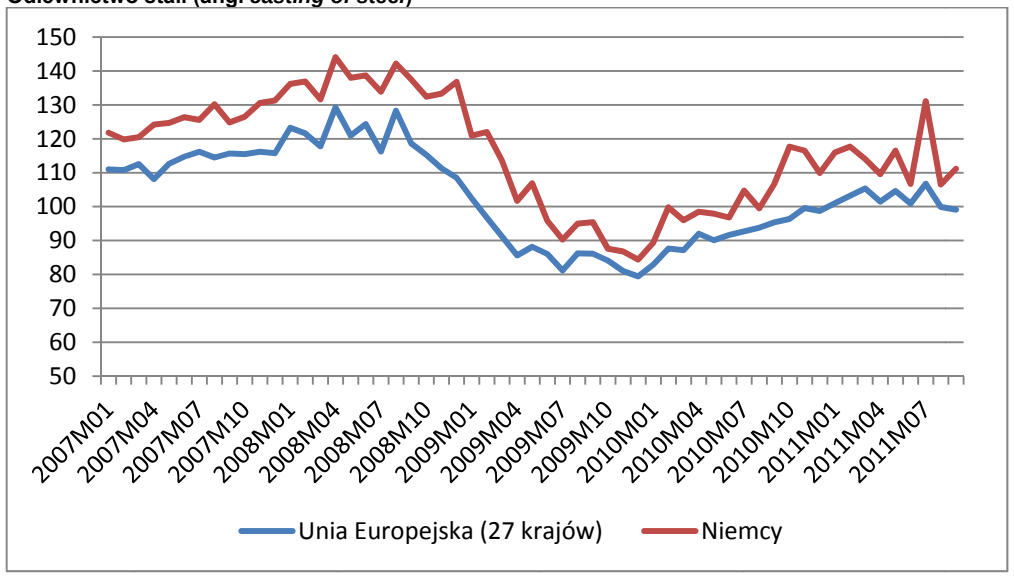


Źródło: Eurostat, 14 listopada 2011 roku.

Odlewnictwo żelaza (ang. *casting of iron*)



Odlewnictwo stali (ang. *casting of steel*)



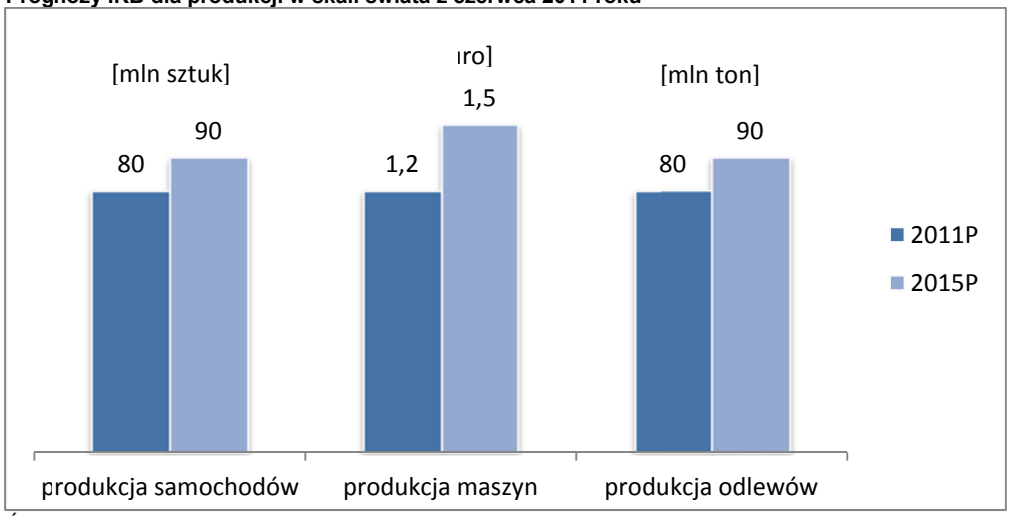
Źródło: Eurostat (www.ec.europa.eu), indeksy ilościowe produkcji (volume index of production, casting of iron, casting of steel), wartość indeksu 100 przyjęto dla 2005 roku, dane wyrównane sezonowo.

Tymczasem w odlewnictwie zarówno stali jak i żelaza szczytów z 2008 roku nie udało się poprawić Niemcom ani wszystkim krajom Unii razem wziętym (ilorazy szczytowych wartości indeksów z 2011 roku do IV2008 dla całej Unii Europejskiej wyniosły odpowiednio: 0,97 dla pojazdów, 0,79 dla maszyn, 0,83 dla odlewnictwa stali oraz 0,81 dla odlewnictwa żelaza).

W odlewnictwie żelaza, po spadku w sierpniu (w ujęciu miesięcznym), we wrześniu doszło do lekkiego odbicia (z 94,1 do 95,5).

Natomiast w odlewnictwie stali po raz drugi miesiąc do miesiąca spadła wartość indeksu (z 99,9 do 99,1). Co ciekawe, w sierpniu 2011 roku odlewnie w Niemczech zanotowały istotne spadki w produkcji (dla żelaza z 116,0 w VII11 do 105,4 w VIII11 i dla stali z 131,1 w VII11 do 106,5 w VIII11), ale we wrześniu doszło do odbicia (do 110,1 dla żelaza i do 111,2 dla stali). Przy oczekiwaniach spowolnienia gospodarczego, nadejście trendu spadkowego oznaczałoby odwrócenie wzrostowej tendencji w odlewnictwie europejskim przy poziomie znacznie poniżej maksimum z 2008 roku.

Prognozy IKB dla produkcji w skali świata z czerwca 2011 roku



Źródło: Deutsche Industriebank, IKB Information, Gießereiindustrie, Juni 2011, Gießereien wieder auf Wachstumskurs.

W ocenie Niemieckiego Banku Przemysłowego (niem. *Deutsche Industriebank*, IKB), zawartej w raporcie branżowym poświęconym odlewnictwu, wydanym w czerwcu 2011 roku, na niezłe perspektywy odlewnictwa w najbliższych latach największy wpływ będzie miała przyzwoita koniunktura w krajach rozwijających się, w szczególności popyt na samochody i maszyny, a także duże międzynarodowe projekty infrastrukturalne, wliczając w to energetykę. IKB prognozuje między innymi wzrost produkcji samochodów z prawie 80 mln sztuk w 2011 roku do około 90 mln sztuk w 2015 roku. Z kolei popyt na maszyny powinien poprawić się w tym czasie z 1,2 bln euro do niemal 1,5 bln euro – w ujęciu wartościowym. Wobec tego, IKB prognozuje, że odlewnictwo stali i żelaza wzrośnie z prawie 80 mln t w 2011 roku do ponad 90 mln t w 2015 roku, czyli powinno wzrosnąć o 12,5% (w wyjściowym scenariuszu wolumenowym przyjęliśmy wzrost sprzedaży ilościowej przez PGO do 2015 roku jedynie o przeszło 4% - z uwagi na zmianę sytuacji makroekonomicznej, jaka wystąpiła od czerwca 2011 roku do dnia 2 grudnia 2011 roku). IKB bazował na prognozach średniego wzrostu PKB dla świata w latach 2011-2016 w wysokości 3,8%, krajów rozwiniętych 2,0% i krajów rozwijających się 6,6% - opublikowanych przez MFW.

Prognoza wzrostu PKB, zrewidowana przez MFW we wrześniu 2011 roku, jest nawet bardziej optymistyczna od tej, na której bazował IKB.

Prognoza wzrostu PKB wg Międzynarodowego Funduszu Walutowego z września 2011 roku

rejon	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2012-2016
świat	-0,7	5,1	4,0	4,0	4,5	4,7	4,8	4,9	4,6
kraje rozwinięte	-3,7	3,1	1,6	1,9	2,4	2,6	2,7	2,7	2,5
strefa euro	-4,3	1,8	1,6	1,1	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5
Unia Europejska	-4,2	1,8	1,7	1,4	1,9	2,1	2,1	2,1	1,9
kraje rozwijające się	2,8	7,3	6,4	6,1	6,5	6,6	6,7	6,7	6,5
CEE	-3,6	4,5	4,3	2,7	3,5	3,7	3,9	3,9	3,5
Niemcy	-5,1	3,6	2,7	1,3	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4
Polska	1,6	3,8	3,8	3,0	3,4	3,5	3,6	3,6	3,4

Źródło: www.imf.org, World Economic Outlook (WEO), Slowing Growth, Rising Risks, September 2011.

Z punktu widzenia szans na nowe zamówienia dla PGO, duże znaczenie może mieć rozwój konwencjonalnej energetyki gazowej, także w Polsce. Onet Biznes przytoczył 17 listopada 2011 roku analizę firmy badawczej PMR: *"Oczekujemy, że w latach 2012-2013 budownictwo przemysłowe z powodzeniem utrzyma dodatnią dynamikę rzędu kilkunastu procent, która powinna wyraźnie przybrać na sile już w 2014 r. Przyspieszenie napędzane będzie głównie intensywną realizacją pierwszych zakontraktowanych bloków energetycznych. W rezultacie, do 2014 r. segment przemysłowy może osiągnąć wartość nawet 27 mld zł, zastępując tym samym sektor drogowy jako główny motor rynku budowlanego w Polsce. […] Według szacunków PMR, branża energetyczna stoi przed koniecznością zainwestowania w ciągu nadchodzących lat co najmniej 100 mld zł w nowe moce wytwórcze i sieci."*

Walka o tani wsad i wydajność energetyczną

Efektem globalizacji jest rozszerzenie się nawyków konsumpcyjnych klasy średniej Ameryki Północnej i Europy Zachodniej na bogacące się społeczeństwa krajów rozwijających się, co powoduje dodatkowy, olbrzymi popyt na surowce i energię ze strony choćby Chin, Indii, Brazylii, Turcji, czy też CEE. Ponadto rozwój nowych gałęzi przemysłu prowadzi do rywalizacji o surowce pomiędzy poszczególnymi branżami. Powoduje to, że w nadchodzących latach odlewnictwo z jednej strony będzie musiało stawić czoła rosnącym cenom materiałów i energii, a z drugiej strony będzie musiało walczyć o zagwarantowanie sobie dostaw wystarczającej ilości materiałów. Dla przykładu, w Stanach Zjednoczonych pojawiają się sygnały, że konkurencja ze strony wydobycia gazu łupkowego prowadzi do trudności w zaopatrzeniu w piasek.

Tabela 1. Średnie koszty w zł/t i zużycie materiałów wsadowych w kg/t odlewu w 2009r.

materiały wsadowe	odlewy z żeliwa szarego i stopowego	odlewy z żeliwa sferoidalnego	odlewy staliwne
średni koszt odlewu	3,49 zł/t	5,54 zł/t	15,63 zł/t
surówka	198	286	153
żelazostopy	27	15	96
dodatki stopowe	9	10	122
złom żeliwny kupny	698	18	0
złom staliwny kupny	273	540	1202
złom żeliwny obiegowy	494	1220	18
złom staliwny obiegowy	6	3	645
wsad metalowy łącznie	**1705**	**2092**	**2236**
koks	119	25	0
materiały pomocnicze, w tym:	**586**		**2896**
piaski świeże	268		1571
piaski regenerowane	204		1105
piaski powleczone żywicą	21		1
bentonit	34		19
piaski chromitowe	1		75
szkło wodne (spoiwo)	3		27
żywice (spoiwo)	6		27
pokrycia ochronne form i rdzeni	4		6
pył węglowy	7		1
śrut żeliwny	2		2
śrut stalowy	13		5
inne materiały	23		57

Źródło: Prognozy i trendy rozwojowe w odlewnictwie światowym i krajowym, 2011, praca zbiorowa pod redakcją J. Sobczaka, Instytut Odlewnictwa.

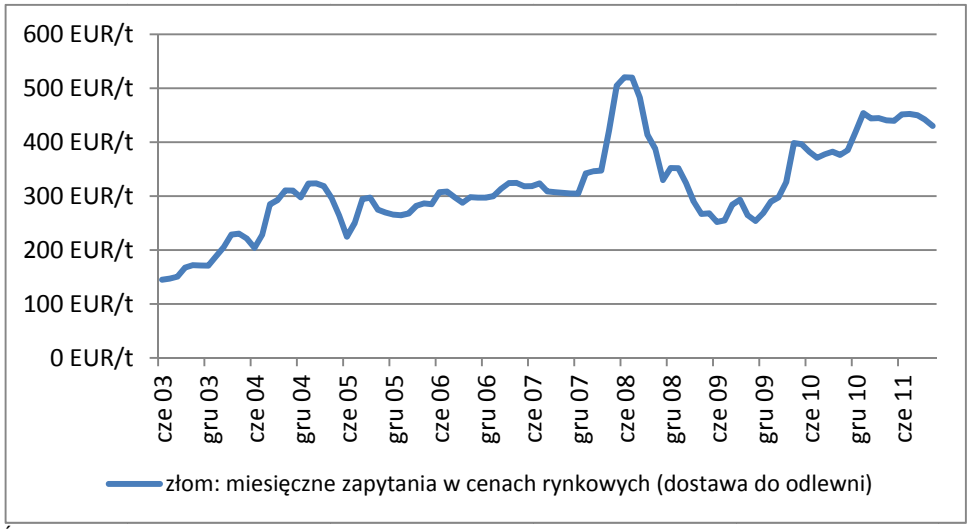
Wsad materiałowy jest podstawowym kosztem w odlewnictwie. Sposobem obniżenia tego kosztu może być odpowiednie modelowanie odlewów, doskonalenie procesów odlewniczych i składu chemicznego, a także minimalizowanie odsetka braków. Z uwagi na rosnące ceny surowców, a w szczególności złomu, osiągnięcie przewagi w wydajności materiałowej będzie ułatwiać konkurencję cenową. Bardzo istotnym czynnikiem sukcesu w odlewnictwie jest także energetyczna wydajność. W sprawozdaniu Odlewni Polskich S.A. za 2010 rok, koszty energii stanowiły 11,4% kosztów rodzajowych. Sądzimy, że w PGO koszty energii również stanowią kilkanaście procent. Ponieważ zakłada się, że energia będzie coraz droższa, szczególnie w Unii Europejskiej, której polityka energetyczna jest ukierunkowana na przestawienie się na bardzo drogie metody produkcji energii (Financial Times z 16 października 2011 roku, *„EU faces 20 years of rising energy bills"*), optymalizowanie procesów odlewniczych w tym zakresie będzie konieczne, by wytrzymać konkurencję ze strony odlewni z krajów wykorzystujących wszelkie możliwe nośniki energetyczne (bez rygorystycznej polityki ochrony środowiska).

Jak zauważa Instytut Odlewnictwa w Foresight Techonologiczny Odlewnictwa Polskiego, wydanym w 2009 roku, wydajność w dzisiejszych czasach oznacza także poszukiwanie lżejszych materiałów na odlewy, póki co głównie pod kątem potrzeb motoryzacji (lżejsze pojazdy zużywają mniej energii). Jedna z niemieckich odlewni w raporcie za III kwartał 2011 roku informuje ponadto, że klienci z branż motoryzacyjnej i maszynowej oczekują, że odlewnie będą angażować się w proces wspólnego rozwijania i projektowania rozwiązań, oferując jednocześnie elastyczność w dostawach.

PGO będzie musiała stawić czoła tym wyzwaniom.

Jednocześnie praktyką odlewni jest uzależnianie ostatecznych cen za odlewy od indeksu CAEF dla cen złomu. Mimo takich klauzul rentowność odlewnictwa i tak w bardzo dużym stopniu zależy od kształtowania się cen złomu. W 2011 roku ceny złomu wg CAEF spadały od stycznia (454 EUR/t) do maja (440 EUR/t), następnie rosły w czerwcu i lipcu (do 452 EUR/t), a od sierpnia z powrotem maleją, przy czym dynamika spadku nasila się z każdym miesiącem (ostatnie dane za październik – 430 EUR/t). Jeśli taka tendencja utrzyma się w 2012 roku, będzie to korzystne dla PGO – pod warunkiem, że PGO utrzyma wielkość sprzedaży.

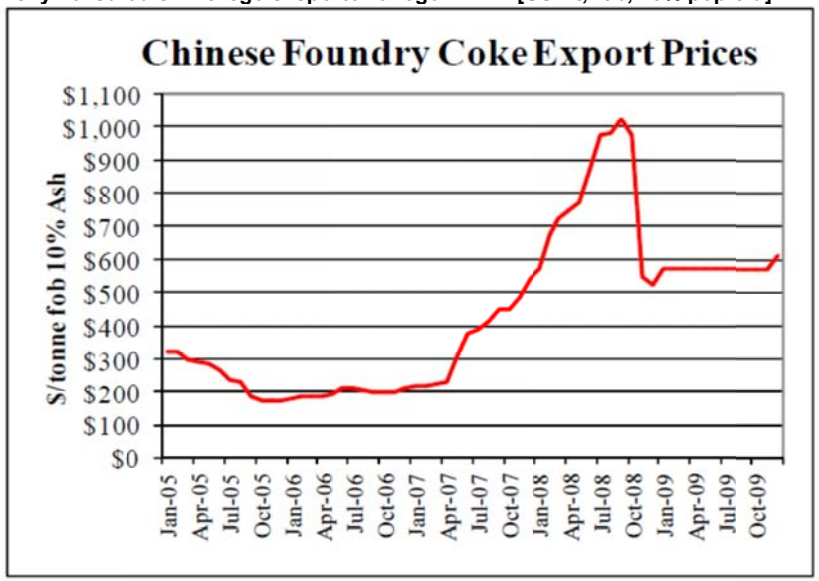
Ceny złomu wg CAEF [EUR/t]



Źródło: CAEF.

Do istotnych materiałów wsadowych, niezbędnych w produkcji odlewów, zaliczają się jeszcze koks odlewniczy oraz piaski. Analiza cen koksu odlewniczego eksportowanego z Chin dla okresu od stycznia 2005 roku do końca 2009 roku wskazuje na to, że są one skorelowane z cenami złomu.

Ceny koksu odlewniczego eksportowanego z Chin [USD/t, fob, 10% popiołu]



Źródło: www.resource-net.com, Special Report on the Foundry Coke Market

PGO NA TLE KONKURENCJI

Porównanie PGO do odlewnictwa w Niemczech i w Azji

Jak wynika z przytoczonych danych Eurostat, w latach 2009-2010 odlewnie niemieckie zyskały udziały rynkowe w obrębie UE, w tym kosztem PGO. Dwuletnia skumulowana dynamika przychodów odlewni w Niemczech wyniosła 0,79, podczas gdy dla PGO jedynie 0,56. W 2010 roku większy wzrost przychodów od PGO odnotowały także odlewnie w Azji. Koszty kadrowe w PGO, w relacji do przychodów, były zarówno w 2009 jak i w 2010 roku niższe o mniej więcej 3 punkty procentowe niż u zachodniego sąsiada. To niewielka różnica. Wynika to z bardzo wysokiej wydajności na jednego pracownika w Niemczech (niemieckie odlewnie są w tym względzie najefektywniejsze na świecie). Na poziomie zysku brutto, w 2010 roku PGO osiągnęła taką rentowność, jak przeciętnie niemieckie odlewnie – mimo, że miała rentowność EBITDA wyższą o niemal 2 punkty procentowe. Jeszcze wyższą rentowność EBITDA miały odlewnie w Azji. Odlewnie w Niemczech średnio angażowały znacznie mniej kapitału własnego niż PGO – tj. własnymi środkami finansowały niewiele ponad 1/3 majątku, podczas gdy PGO aż ponad połowę. Istotna poprawa wskaźników w 2011 roku przez PGO może pomóc w międzynarodowej rywalizacji.

Tabela 2. Porównanie PGO do odlewnictwa w Niemczech (D) i w Azji.

wskaźnik	2009 PGO	2009 D	2010 PGO	2010P D	2010P Azja
zmiana przychodów	-45,3%	-33,4%	2,1%	18,0%	6,4%
koszty kadrowe	28,6%	31,4%	24,0%	27,5%	
EBITDA	13,2%	6,3%	9,3%	7,5%	12%
zysk brutto	11,6%	-0,2%	4,1%	4,0%	
Kapitał własny	55,4%	35,2%	53,3%	35,50%	51%

Źródło: prospekt emisyjny PGO; Deutsche Industriebank, Gießereiindustrie, czerwiec 2011.

Porównanie PGO do odlewnictwa w Polsce

W oparciu o dane Instytutu Odlewnictwa, w 2009 roku, na tle zagregowanych danych dla odlewni w Polsce, PGO osiągnęła przychody ze sprzedaży stanowiące 3,8% obrotu całej branży. W strukturze kosztów rodzajowych, w relacji do przychodów, w przypadku PGO zwraca uwagę niższy udział zużycia materiałów i energii, skromniejsze wykorzystanie usług obcych oraz znacznie wyższe koszty kadrowe (wynagrodzenia wraz z ubezpieczeniami i innymi świadczeniami). Jednocześnie PGO osiągnęła wówczas znacznie wyższe od przeciętnych wartości rentowności na wszystkich poziomach.

Tabela 3. Porównanie PGO do odlewnictwa polskiego w 2009 roku – wyniki [tys. zł].

Rachunek zysków i strat	branża	PGO	branża	PGO
Przychody netto	4.408.468	168.857	100,0%	100,0%
Koszty działalności operacyjnej	**4.207.111**	**151.534**	**95,4%**	**89,7%**
Amortyzacja	281.897	8.303	6,4%	4,9%
Zużycie materiałów i energii	2.127.176	73.726	48,3%	43,7%
Usługi obce	527.984	10.293	12,0%	6,1%
Podatki i opłaty	64.700	4.922	1,5%	2,9%
Wynagrodzenia	664.022	39.569	15,1%	23,4%
Ubezpieczenia i inne świadczenia	157.738	8.675	3,6%	5,1%

Rachunek zysków i strat	branża	PGO	branża	PGO
Pozostałe koszty rodzajowe	52.508	1.744	1,2%	1,0%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	331.087	4.175	7,5%	2,5%
Zysk ze sprzedaży	**201.356**	**17.324**	**4,6%**	**10,3%**
Pozostałe przychody operacyjne	178.930	15.678	4,1%	9,3%
Pozostałe koszty operacyjne	111.396	19.038	2,5%	11,3%
EBIT	**291.317**	**15.610**	**6,6%**	**9,2%**
Przychody finansowe	62.534	9.397	1,4%	5,6%
Koszty finansowe	116.948	3.700	2,7%	2,2%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	205	0	0,0%	0,0%
Zysk brutto	**214.681**	**19.662**	**4,9%**	**11,6%**
Podatek dochodowy	21.689	3.543	0,5%	2,1%
Zysk netto	**192.861**	**16.119**	**4,4%**	**9,5%**

Źródło: prospekt emisyjny PGO, Instytut Odlewnictwa

Na koniec 2009 roku, w strukturze majątku PGO wystąpił znacznie wyższy udział aktywów trwałych niż przeciętnie w krajowych odlewniach. Udział kapitał własnego w finansowaniu działalności był natomiast bardzo podobny. PGO miała przy tym korzystniejszą strukturę terminową zobowiązań (więcej bezpieczniejszych dłuższych zobowiązań).

Tabela 4. Porównanie PGO do odlewnictwa polskiego w 2009 roku – bilans [tys. zł].

pozycja bilansu	branża	PGO	branża %	PGO %
aktywa trwałe	2.154.892	172.460	58%	77%
aktywa obrotowe	1.537.155	50.390	42%	23%
zapasy	488.215	20.577	13%	9%
należności krótkoterminowe	741.360	19.627	20%	9%
w tym z tytułu dostaw i usług	594.081	15.146	16%	7%
inwestycje krótkoterminowe	261.713	9.775	7%	4%
aktywa razem	3.692.047	222.850	100%	100%
kapitał własny	2.073.620	123.462	56%	55%
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1.618.427	99.388	44%	45%
rezerwy	163.566	42.785	4%	19%
zobowiązania długoterminowe	162.087	42.543	4%	19%
w tym kredyty bankowe	114.275	42.543	3%	19%
zobowiązania krótkoterminowe	1.230.225	14.060	33%	6%
w tym kredyty bankowe	287.575		8%	0%
w tym z tytułu dostaw i usług	476.407	9.171	13%	4%
pasywa razem	3.692.047	222.850	100%	100%

Źródło: prospekt emisyjny PGO, Instytut Odlewnictwa

Gorzej wypadło natomiast zarządzanie kapitałem obrotowym. Konwersja gotówki była dłuższa o cały tydzień (o 14%). Może to jednak wynikać ze specjalizacji w dużych odlewach, których czas realizacji jest znacznie dłuższy.

Tabela 5. Porównanie PGO do odlewnictwa polskiego w 2009 r. – rotacje [dni]

Cykle rotacji	branża	PGO	PGO do branży
rotacja zapasów	40,4	44,5	-4,1
rotacja należności handlowych	49,2	32,7	+16,4
rotacja zobowiązań handlowych	39,4	19,8	-19,6
konwersja gotówki	50,2	57,4	-7,2

Źródło: prospekt emisyjny PGO, Instytut Odlewnictwa

Restrukturyzacja przeprowadzona przez PGO, a rozpoczęta właśnie w 2009 roku, może istotnie wpływać na porównanie PGO do odlewni w Polsce w 2011 roku.

Porównanie PGO do spółki Odlewnie Polskie S.A.

Na GPW można handlować akcjami innej krajowej grupy odlewniczej, tj. akcjami Odlewni Polskich S.A. (OP). Poniżej prezentujemy porównanie finansowe obu spółek dla danych za 2010 rok.

Tabela 6. Asortymentowa struktura sprzedaży w 2010 roku.

rodzaj odlewu	PGO	OP
odlewy z żeliwa sferoidalnego	10,0%	79,3%
odlewy z żeliwa szarego	74,3%	20,2%
odlewy z żeliwa stopowego	1,3%	
odlewy ze staliwa	14,4%	0,5%
Łącznie w tonach	32.194	10.952

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

W 2010 roku, w ujęciu wagowym, PGO sprzedała trzykrotnie więcej odlewów niż OP. Zgodnie z wypowiedziami prasowymi prezesa zarządu OP, z września 2011 roku, OP dążą do 15-16 tys. ton w 2011 roku. Na podstawie prognozy PGO, szacujemy, że PGO sprzeda prawie 43 tys. t odlewów. Mając na uwadze rosnący udział odlewów sferoidalnych w światowym popycie na odlewy, w strukturze asortymentowej OP korzystny jest bardzo wysoki udział tego typu odlewów.

Tabela 7. Struktura kosztów rodzajowych w 2010 roku.

koszty rodzajowe	PGO	OP
amortyzacja	5,1%	6,0%
zużycie materiałów i energii	57,8%	57,5%
w tym energia	*b.d.*	*11,4%*
wynagrodzenia i inne świadczenia	25,0%	19,0%
usługi obce	8,2%	15,0%
wynagrodzenia i usługi łącznie	*33,2%*	*34,0%*
podatki i opłaty	2,9%	1,2%
pozostałe koszty	0,9%	1,3%
ogółem koszty rodzajowe w tys. zł	165.592	77.732

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

Wbrew pierwszemu wrażeniu, struktura kosztów rodzajowych obu spółek była bardzo zbliżona. Prawdopodobnie OP w większym stopniu korzystała z usług obcych, podczas gdy PGO większą część

procesu odlewniczego realizuje własnymi siłami. Stąd suma wynagrodzeń i innych świadczeń oraz usług obcych w obu przypadkach stanowiła bardzo zbliżony odsetek kosztów – odpowiednio 34,0% (OP) i 33,2% (PGO).

Tabela 8. Struktura i wydajność zatrudnienia w 2010 roku.

	PGO	OP
pracownicy bezpośrednio produkcyjni	42%	49%
pracownicy pośrednio produkcyjni	36%	19%
pracownicy pomocniczy produkcyjni		7%
pracownicy nieprodukcyjni	22%	25%
pracownik / tys. zł przychodu	183,3	253,1
pracownik / t odlewów	35,6	35,2

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

Obie spółki wykazały w 2010 roku podobną wydajność pracownika w ujęciu ilościowym, czyli wagi wykonanych odlewów. W ujęciu wartościowym, w przeliczeniu na przeciętny przychód na zatrudnionego, lepiej wypadła OP z uwagi na specjalizację w odlewach z żeliwa sferoidalnego, które są droższe od tych z żeliwa szarego (PGO nie pomógł nawet kilkunastoprocentowy udział odlewów staliwnych, które są najdroższe). Obie spółki cechował podobny odsetek pracowników nieprodukcyjnych.

Można podsumować, że po stronie kosztowej organizacji produkcji, PGO i OP są podobne do siebie. Różnice pojawiają się w zakresie efektywności sprzedaży i zarządzania strukturą finansowania.

Tabela 9. Wyniki działalności PGO i OP [tys. zł, % do przychodów ze sprzedaży]

Pozycja RZiS	PGO10*	*PGO10kor*	OP10	PGO11P	OP11P
Przychody ze sprzedaży	172.344		78.725	256.872	100.000****
Rentowność brutto na sprzedaży	14,8%		12,8%	18%/29%***	13,5%*****
Koszty sprzedaży	1,1%		2,3%		
Koszty ogólnego zarządu – zł	19.903		6.357		
Koszty ogólnego zarządu – %	11,5%		8,1%		
Rentowność na sprzedaży	2,1%		2,4%		
Saldo pozostałych operacji	3.950	*-1.554***	635		
EBIT	7.552	*2.048*	2.500	29.407	
Rentowność EBIT	4,4%	*1,2%*	3,2%	11,4%	4,8%*****
EBITDA	16.041	*10.538*	7.144	38.234	
Rentowność EBITDA	9,3%	*6,1%*	9,1%	14,9%	
Saldo finansowe	-477		-1.072		
Zysk netto	5.124	*-380*	1.356	17.938	
Rentowność netto	3,0%	*-0,2%*	1,7%	7,0%	5,0%*****

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

* *bez działalności zaniechanej (tj. sprzedanej elektrociepłowni)*

** *z wyłączeniem zysku ze zbycia zorganizowanej części przedsiębiorstwa*

*** *zgodnie z założeniami prognozy PGO z prospektu emisyjnego, odpowiednio dla Odlewni Żeliwa Śrem oraz Pioma-Odlewni; po III kwartałach 2011 roku rentowność całej Grupy wyniosła 21,3%*

**** *szacunkowa wartość przychodów zapowiedziana przez prezesa zarządu OP w wywiadzie prasowym we wrześniu 2011 roku*

***** *rentowności przyjęte w wartościach za III kwartały 2011 roku (zapowiadane w cytowanym wywiadzie przez prezesa zarządu utrzymanie efektywności)*

Wartość przychodów ze sprzedaży uzyskanych przez PGO w 2010 roku była niemal 2,2 razy wyższa od wartości wypracowanej przez OP. Zgodnie z prognozami na 2011 rok, relacja ta zwiększy się do około 2,5-krotności. Rentowność na sprzedaży w obu spółkach ukształtowała się w 2010 roku na zbliżonym poziomie (sądzimy, że różnice w rentowności brutto na sprzedaży, obciążeniu kosztami sprzedaży oraz kosztami ogólnego zarządu wynikały z różnego stopnia wykorzystania usług obcych). Z uwagi na kończony proces restrukturyzacji, szczególnie po wyłączeniu jednorazowego zysku ze zbycia zorganizowanej części przedsiębiorstwa (tj. sprzedaży elektrociepłowni), saldo pozostałych operacji w 2010 roku w PGO istotnie wpłynęło na EBIT. Rentowność EBIT OP była aż o 2 punkty procentowe wyższa niż w PGO. Po wpadce z opcjami walutowymi, OP realizują układ z wierzycielami, tj. bankami, na mocy którego zobowiązania z opcji zostały rozłożone w czasie i generują nieproporcjonalnie wysokie koszty finansowe (saldo finansowe w OP obciąża przychody ze sprzedaży w wys. 1,4%, podczas gdy w PGO jedynie w wys. 0,3%). Po wyłączeniu jednorazowego zysku, PGO w 2010 roku zanotowała stratę netto rzędu 380 tys. zł, podczas gdy OP zrealizowały zysk netto na poziomie 1.356 tys. zł.

Biorąc pod uwagę zaburzenia w możliwości klarownej interpretacji porównania z powodu: procesu restrukturyzacji w PGO, jednorazowego zysku PGO w 2010 roku, a także dużego obciążenia kosztami układu z wierzycielami w OP, powstrzymujemy się od jednoznacznego werdyktu. Sądzimy, że zestawienie obu spółek będzie bardziej miarodajne po zamknięciu roku obrotowego 2011. Założenia w prognozie PGO na 2011 rok, zawartej w skonsolidowanym raporcie kwartalnym za III kwartały 2011 roku, w stosunku do wyników OP po III kwartałach 2011 roku i zapowiedzi prezesa zarządu OP w wywiadzie prasowym z września 2011 roku o utrzymaniu dobrej efektywności w całym roku, wskazują, że na poziomie operacyjnym lepiej wypadnie PGO. Niestety na końcowy wynik w PGO bardzo niekorzystnie wpływa wysokie ujemne saldo finansowe (spowodowane wyceną forwardów), przez które rentowność PGO i OP na poziomie netto niemalże zrównają się. Niemniej jednak, w przypadku zrealizowania prognozy, PGO będzie miała znaczną przewagę finansową nad OP: przeszło 2,5 krotnie wyższe obroty oraz około sześciokrotnie wyższy EBIT.

Tabela 10. Struktura majątku i finansowania na 31.12.2010 roku [tys. zł, % aktywów].

Pozycje bilansowe	PGO	OP	PGO	OP
Aktywa trwałe	148.668	42.142	66%	55%
w tym rzeczowe aktywa trwałe	142.489	36.143	63%	47%
Aktywa obrotowe	78.161	34.119	34%	45%
w tym zapasy	24.349	15.105	11%	20%
w tym należności handlowe	24.370	8.664	11%	11%
w tym środki pieniężne	4.476	6.756	2%	9%
Aktywa razem	**226.829**	**76.243**	**100%**	**100%**
Kapitał własny	120.922	12.870	53%	17%
Zobowiązania i rezerwy	105.907	63.373	47%	83%
w tym kredyty i pożyczki oraz leasing finansowy	43.154	17.078	19%	22%
w tym zobowiązania układowe z tytułu opcji	-	27.388	0%	36%

Pozycje bilansowe	PGO	OP	PGO	OP
w tym zobowiązania z tytułu dostaw i usług	20.379	8.926	9%	12%

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

PGO posiadała na koniec 2010 roku aktywa trwałe o znaczenie wyższej wartości niż OP, ale jednocześnie odnotowała gorszą rotację aktywów, tj. 0,8 w porównaniu do 1,0. Sądzimy, że ma to związek z wyższymi rezerwami mocy produkcyjnych w PGO niż w OP. Na koniec 2010 roku, rotacja zapasów w PGO była szybsza o 20 dni niż w OP, ale z kolei rotacja należności handlowych wolniejsza o ponad 10 dni. W efekcie, OP utrzymuje stosunkowo więcej aktywów obrotowych.

Struktura finansowania OP jest obciążona skutkami wpadki z opcjami walutowymi, które zostały zamienione na zobowiązania rozłożone w czasie. Na koniec 2010 roku stanowiły one aż ponad 1/3 pasywów. Wskaźnik zadłużenia w OP przekraczał 80%, podczas gdy w PGO nie sięgał ½. Kapitał własny PGO stanowił niemal dziesięciokrotność kapitału własnego OP. Mając to wszystko na względzie, sytuacja finansowa PGO była znacznie stabilniejsza niż OP (z tym że w 2010 roku to OP wygenerowała zysk netto).

Tabela 11. Wskaźniki rentowności aktywów i kapitałów własnych na 31.12.2010.

wskaźnik	PGO	*PGOkor*	OP
rentowność netto	3,0%	*-0,2%*	1,7%
rotacja aktywów	0,8		1,0
ROA	2,3%	*-0,2%*	1,8%
mnożnik kapitału własnego (dźwignia majątkowa)	1,9		5,9
ROE	4,2%	*-0,3%*	10,5%

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

Z punktu widzenia rentowności kapitału własnego, dla wartości na koniec 2010 roku, OP zdołała osiągnąć lepsze rotację aktywów (przychody/aktywa) oraz dźwignię majątkową (aktywa/kapitał własny), dzięki czemu uzyskała znacznie korzystniejszą stopę zwrotu z kapitału własnego (ROE) w wysokości 10,5% - w porównaniu do 4,2% dla PGO, nie mówiąc już o ujemnych 0,3% po skorygowaniu o jednorazowy zysk. Jednak bardzo wysoka dźwignia majątkowa w OP jest częściowo dziełem przypadku – wpadki z opcjami i sytuacji, w której banki, ratując swój zarobek z opcji walutowych, dopuściły bardzo wysoki wskaźnik zadłużenia dla OP i zgodziły się na konwersję zysku na zobowiązania. Prawdopodobnie wraz ze spłatą tych zobowiązań mnożnik kapitału własnego w OP będzie malał, a tym samym obniżać się będzie również ROE. Z kolei w PGO do poprawy rentowności netto powinny przyczynić się efekty restrukturyzacji. W efekcie, na koniec 2011 roku, stopa zwrotu z kapitału własnego w PGO powinna zbliżyć się do jej wartości dla OP (w obu przypadkach co najmniej kilkunastoprocentowy ROE).

Tabela 12. Cykle rotacji na 31.12.2010 roku [dni].

cykle rotacji	PGO	OP
rotacja zapasów	60,5	80,3
rotacja należności handlowych	51,6	40,2
rotacja zobowiązań handlowych	50,6	47,4
konwersja gotówki	61,5	73,0

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

Abstrahując od specyfiki procesów odlewniczych i realizacji zamówień na różnorodne odlewy, z punktu widzenia liczb rachunkowych, w zakresie zarządzania podstawowymi składowymi kapitału obrotowego, na koniec 2010 roku PGO skuteczniej zarządzała swoimi zapasami niż OP (zalegały o 20 dni krócej). Natomiast OP udało się przekonać swoich kontrahentów do kredytów kupieckich średnio o 10 dni krótszych niż w przypadku PGO. Obie spółki uzyskały od swoich dostawców zbliżone terminy płatności. Łącznie cykl konwersji gotówki w PGO był szybszy o 11,5 dnia – w porównaniu do OP.

Tabela 13. Geograficzna struktura sprzedaży w 2010 roku [tys. zł, % przychody ze sprzedaży] oraz ekspozycja walutowa.

Obszar	PGO	OP
Polska	34%	48%
UE bez Polski	b.d.	50%
Eksport	66%	2%
sprzedaż złotowa	b.d.	19%
sprzedaż walutowa	b.d.	81%

Źródło: Odlewnie Polskie S.A. (sprawozdanie za 2010), PGO (prospekt emisyjny)

Obie spółki praktycznie całość swej sprzedaży realizują w strefie Europejskiego Obszaru Gospodarczego. OP jednocześnie aż przeszło 4/5 przychodu uzyskują w walutach obcych (głównie euro). PGO za około 60% odlewów dostaje płatności w walutach innych niż polski złoty – tj. w zdecydowanej większości w euro, a także sporadycznie w dolarze amerykańskim, funtach brytyjskich, koronach duńskich, norweskich i szwedzkich.

ZASTRZEŻENIA I INFORMACJE FORMALNE

Ryzyko inwestycyjne:

Akcje są instrumentem finansowym, z którym wiążą się liczne uprawnienia – prawa związane z Akcjami PGO S.A. zostały przedstawione w rozdziale IV pkt 4.5. Prospektu Emisyjnego Spółki.

Akcje są instrumentem finansowym wysokiego ryzyka – tzn. w skrajnym przypadku inwestor może bezpowrotnie stracić całą zainwestowaną kwotę.

Konieczność dokonania samodzielnej oceny prezentowanego wyniku przez inwestora:

Przy sporządzaniu niniejszej Rekomendacji, Mercurius Dom Maklerski działał z należytą starannością oraz rzetelnością. **Mercurius Dom Maklerski ani osoby sporządzające Rekomendację nie ponoszą odpowiedzialności za działania zgodne z Rekomendacją** – o ile nie występuje rażące niedbalstwo, wina umyślna lub niezachowanie należytej staranności przez Mercurius Dom Maklerski lub osoby sporządzające Rekomendację.

Należy samodzielnie dokonać oceny, czy rekomendowane zachowanie inwestycyjne (prezentowany wynik analizy) jest odpowiednie dla inwestora – zamiarem Mercurius Dom Maklerski ani osób sporządzających Rekomendację nie jest bowiem przekazywanie rekomendacji w oparciu o indywidualne sytuację i potrzeby inwestora (nie jest to doradztwo inwestycyjne z art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi wraz z późniejszymi zmianami).

Informacje o Rekomendacji:

- data sporządzenia: 2 grudnia 2011 roku
- data pierwszego udostępnienia do dystrybucji: 2 grudnia 2011 roku
- termin ważności Rekomendacji: do publikacji przez Spółkę sprawozdania finansowego za 2011 rok (nie dłużej jednak niż do 31 marca 2012 roku)
- planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji: po sprawozdaniach kwartalnych Spółki
- okres bazowy danych wykorzystanych do określenia ceny Akcji: trzeci kwartał 2011 roku
- proporcja udzielanych rekomendacji „kupuj", „sprzedaj", „trzymaj": 1/1 „kupuj"

Wykaz rekomendacji dla Akcji za ostatnie 6 miesięcy:

data rekomendacji	przedmiot rekomendacji	kierunek rekomendacji
2011-11-09	akcja AC S.A.	inwestuj

Znaczenie rekomendowanych zachowań inwestycyjnych:

- „inwestuj" (kupuj): cena docelowa przekracza cenę bieżącą o ponad 15%
- „trzymaj": cena docelowa nie różni się od ceny bieżącej o więcej niż 15%
- „zamykaj" (sprzedaj): cena docelowa jest niższa od ceny bieżącej o ponad 15%

Konflikty interesów:

Mercurius świadczył w 2011 roku usługę oferowania instrumentów finansowych i inne usługi na rzecz Spółki (lub jej akcjonariuszy), której akcje są przedmiotem niniejszej Rekomendacji. Mercurius zawarł ze Spółką (lub jej akcjonariuszami) umowę o świadczenie usług, które zostały wykonane. Mercurius otrzymał wynagrodzenie od Spółki (lub jej akcjonariuszy) za świadczone usługi. Obecnie Mercurius nie świadczy żadnych usług na rzecz Spółki (lub jej akcjonariuszy), lecz może świadczyć takie usługi w przyszłości. Wynagrodzenie osób sporządzających rekomendację nie jest uzależnione on wyników finansowych uzyskiwanych przez Mercurius w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej.

Niniejsza Rekomendacja nie była przekazana Spółce przed jej dystrybucją. Fragmenty Rekomendacji były przekazywane Spółce w celu i w zakresie zgodnym z Rozporządzeniem o Rekomendacjach.

Informacje o sporządzającym Rekomendację:

Mercurius Dom Maklerski spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie jest podmiotem nadzorowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Siedziba Mercurius Dom Maklerski mieści się w Warszawie, przy ul. Śmiałej 26, tel. 22 327 16 70, strona internetowa: www.mercuriusdm.pl, e-mail: mercuriusdm@mercuriusdm.pl.

Rekomendacja została sporządzona pod kierownictwem i zatwierdzona przez doradcę inwestycyjnego, Tomasza Dula, nr licencji 282.

Silne i słabe strony zastosowanych metod wyceny:

	metoda DCF	metoda porównawcza
silne strony	scenariusz rozwoju działalności gospodarczej bazujący na specyfice Spółki i uwzględniający działania i plany Spółki	wskaźniki przyjęte do wyceny są wartościami rynkowymi
słabe strony	subiektywne założenia wskaźników makroekonomicznych oraz operacyjno-finansowych dla Spółki	spółki porównawcze są jedynie zbliżone swym profilem działalności do specyfiki Spółki

Definicje i terminologia fachowa:

Mercurius, Mercurius Dom Maklerski – Mercurius Dom Maklerski sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie

Prospekt, Prospekt Emisyjny – prospekt emisyjny PGO S.A., zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego w dniu 29 czerwca 2011 roku

Rekomendacja – niniejsza rekomendacja, sporządzona 2 grudnia 2011 roku przez Mercurius Dom Maklerski w związku z publikacją przez Spółkę sprawozdania kwartalnego za III kwartał 2011 roku

Rozporządzenie o Rekomendacjach – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansów, ich emitentów lub wystawców

Spółka, Grupa, PGO, PGO S.A. – Polska Grupa Odlewnicza Spółka Akcyjna z siedzibą w Katowicach

Pozostałe definicje (określenia pisane wielkimi literami) i terminologia fachowa są zgodne z definicjami i wyrażeniami profesjonalnymi ujętymi w załączniku nr 4 w Prospekcie.

Zastrzeżenie prawne:

Rozpowszechnianie, udostępnianie lub powielanie niniejszej Rekomendacji w całości lub w części bez pisemnej zgody Mercurius Dom Maklerski jest zabronione.

Prognozy przedstawione w Rekomendacji są wynikiem wyłącznie analizy przeprowadzonej przez Mercurius Dom Maklerski i wywodzą się z licznych założeń, które mogą nie sprawdzić się w przyszłości. Mercurius Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.