

23 maja 2014

ZM Ropczyce

kupuj

przemysł materiałów budowlanych

Cena: 23.1
Cena docelowa: 34.3

Poprawa marż dzięki dywersyfikacji źródeł przychodów

ZM Ropczyce to producent ceramicznych materiałów ogniotrwałych wykorzystywanych jako elementy konstrukcyjne pieców i urządzeń ciepłych pracujących w wysokich temperaturach. Produkty spółki są wykorzystywane w przemyśle stalowym, przemyśle metali nieżelaznych, przemyśle cementowo-wapienniczym, hutnictwie szkła, odlewnictwie, koksownictwie oraz w innych branżach, gdzie występują procesy wysokotemperaturowe.

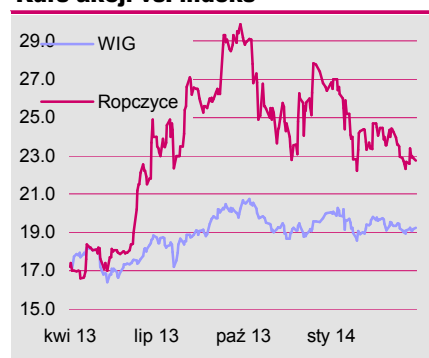
Poprawa marż

Strategia spółki na najbliższe lata zakłada zwiększenie dywersyfikacji źródeł sprzedaży pod względem segmentowym, jak również coraz wyższy udział w strukturze sprzedaży produktów wyżej przetworzonych oraz innowacyjnych. Oba założenie przyczyniają się do poprawy rentowności prowadzonego biznesu, przez co rośnie wynik EBIT oraz zysk netto. Proces postępuje pomimo spadku przychodów, spowodowanego rezygnacją ze sprzedaży produktów niżej marżowych. Spółka liczy jednak na powstrzymanie niekorzystnej tendencji w kolejnych kwartałach, ze względu na odrodzenie na europejskim rynku hutnictwa żelaza i stali oraz dalszy wzrost przychodów ze sprzedaży produktów dla przemysłu cementowo-wapienniczego oraz na potrzeby hutnictwa metali nieżelaznych. Ostatnie dwa segmenty generują lepszą marżowość, dlatego wzrost ich udziału w strukturze sprzedaży poprawia rentowność w grupie. Zwiększenie produkcji bardziej zaawansowanych technologicznie urządzeń ma wspierać budowane centrum badawczo-rozwojowe.

Przejęcie ZM Invest

Spółka ma w planie przejęcie części operacyjnej ZM Invest. W tym celu planuje emisję akcji w liczbie maksymalnie 2.3 mln (parytet wymiany ma wynieść ma się mieścić w przedziale 45-50%). ZM Invest ma zostać wycenione na bazie wskaźników rynkowych Ropczyc z 10% dyskontem. ZM Invest generuje ok. połowę przychodów uzyskiwanych przez ZM Ropczyce przy zbliżonej marżowości. Obroty wzajemne między spółkami w 2013 r. wyniosły 21%, stąd ZM Ropczyce szacują wzrost skali biznesu na 40-50%.

Kurs akcji vs. indeks



Max/min 52 tygodnie (PLN)	16.08/29.1
Liczba akcji (mln)	4.61
Kapitalizacja (mln PLN)	105
EV (mln PLN)	178
Free float (mln PLN)	42
Średni obrót (tys. PLN, 3m)	47.0
Główny akcjonariusz	ZM Invest SA
% akcji, % głosów	51.79%, 52.08%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	-6.5% -15.7% 32.3%
Zmiana rel. WIG (%)	-3.0% -11.9% 20.2%

Wojciech Woźniak

22 598 26 58

wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2012	248.0	14.0	21.8	7.8	8.8	1.9	5.9	43.2	12.0	0.5	1.3%	12.2	7.8	4.5
2013	223.3	19.7	28.3	16.4	12.8	2.8	7.7	45.6	8.2	0.5	1.5%	9.0	6.3	6.2
2014p	219.3	21.8	30.9	18.9	14.9	3.2	8.2	48.2	7.1	0.5	2.9%	7.9	5.6	6.9
2015p	227.2	22.8	32.0	19.7	15.6	3.4	8.5	50.8	6.7	0.4	3.5%	7.2	5.1	6.8
2016p	236.1	23.6	32.8	20.4	16.1	3.5	8.7	53.4	6.5	0.4	3.7%	6.6	4.8	6.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN.

Analiza SWOT

Mocne strony

- ❑ Przeprowadzona restrukturyzacja obniżyła koszty stałe oraz poprawiła efektywność produkcji oraz logistyki.
- ❑ Baza klientów w której znajdują się największe międzynarodowe koncerny z segmentu stalowego, cementowo - wapienniczego czy miedziowego.
- ❑ Coraz wyższa dywersyfikacja źródeł przychodów pod względem segmentowym, jak również geograficznym.
- ❑ Dywersyfikacja produktowa ukierunkowana na rozwój nowych rozwiązań konstrukcyjnych i materiałowych.
- ❑ Poprawiająca się marżowość, dzięki coraz wyższemu udziałowi w strukturze sprzedaży produktów wysoko przetworzonych.

Słabe strony

- ❑ Uzależnienie wyników od wahań koniunktury na rynku hutnictwa żelaza i stali w Polsce i zagranicą.
- ❑ Ekspozycja walutowa na euro, która jednak ma być ograniczona przez emisję obligacji w walucie europejskiej
- ❑ Dość wysoki wskaźnik dług netto / EBITDA (wynosił na koniec I'Q 2014 r. 3.1).

Szanse:

- ❑ Funkcjonowanie i obsługa klientów na rynku w USA stanowi rekomendację jakości produktów Ropczyc i otwiera drzwi na inne światowe rynki.
- ❑ Ekspansja na rynki afrykańskie, Ameryki Południowej, Kazachstanu, Wietnamu oraz Australii.
- ❑ Sprzedaż do nowych segmentów: przemysłu szklarskiego, energetyki czy recydingu.
- ❑ Inwestycje w działalność badawczo-rozwojową i produkcji m. in. w centrum badawczo-rozwojowe oraz w innowacyjną technologię pozyskania alternatywnych surowców do produkcji wyrobów ogniotrwałych.
- ❑ Wzrost skali działalności po połączeniu z ZM Invest

Zagrożenia:

- ❑ Wysoki poziom konkurencji na rynku wyrobów ogniotrwałych ze strony globalnych producentów.
- ❑ Niebezpieczeństwo wahań cen surowców do produkcji materiałów ogniotrwałych oraz ich niedoboru.
- ❑ Niebezpieczeństwa wynikające z niestabilnej sytuacji politycznej w niektórych rejonach świata.

Wyniki I kwartału 2014 r.

Na słabsze przychody w I'Q wpłynęło przesunięcie inwestycji w niektórych branżach, wstrzymanie produkcji w stalowni w Częstochowie, jak również ograniczenie produkcji przez odbiorców m. in. na rynku ukraińskim. Zmniejszenie sprzedaży spowodowane ograniczeniami produkcji na rynku ukraińskim, zostały w pewnym stopniu skompensowane przez wzrost sprzedaży eksportowej (szczególnie na rynek niemiecki). Dewaluacja rubla i ukraińskiej hrywny nie ma wpływu na wyniki, ponieważ większość kontraktów handlowych w grupie jest rozliczana w euro.

Zmniejszenie sprzedaży jest związane również ze zmianami w strukturze asortymentowej produkcji w kierunku produktów o wyższej marżowości, a także z polityką spółki w zakresie bezpieczeństwa finansowego i ograniczania ewentualnego ryzyka spływu należności z kontraktów handlowych.

W wynikach pierwszego kwartału wyraźnie widoczne jest obniżenie kosztów sprzedaży, które nastąpiło głównie dzięki zmniejszeniu kosztów transportu i agregacji agentów, polegającej na zleceniu jednemu agentowi obsługi kilku rynków. W skład pozycji pozostałych przychodów operacyjnych wchodzi rozwiązanie rezerw związanych z dokończeniem restrukturyzacji spółki Mostostal-Energomontaż Gliwice. Koszty finansowe zwiększyły się z powodu nie zrealizowanych różnic kursowych.

Według przedstawicieli spółki w drugim kwartale jest spora szansa na odrobienie ubytku sprzedaży z pierwszego kwartału w związku ze wspomnianym wcześniej przesunięciem inwestycji w czasie w niektórych branżach. Dodatkowo po przestojach u klientów na rynku ukraińskim w I kwartale 2014 roku spowodowanych sytuacją polityczną, obecnie stopniowo wzrasta stopień wykorzystania zainstalowanych tam mocy produkcyjnych.

Skonsolidowane wyniki kwartalne spółki Ropczyce

	I kwartał 2014	I kwartał 2013	zmiana
Przychody	58.6	63.1	-7.1%
EBITDA	8.0	6.2	28.3%
EBIT	5.6	4.1	34.8%
Zysk netto	4.8	3.0	58.9%
Marże			
Marża EBITDA	13.6%	9.9%	
Marża EBIT	9.5%	6.6%	
Marża netto	8.2%	4.8%	

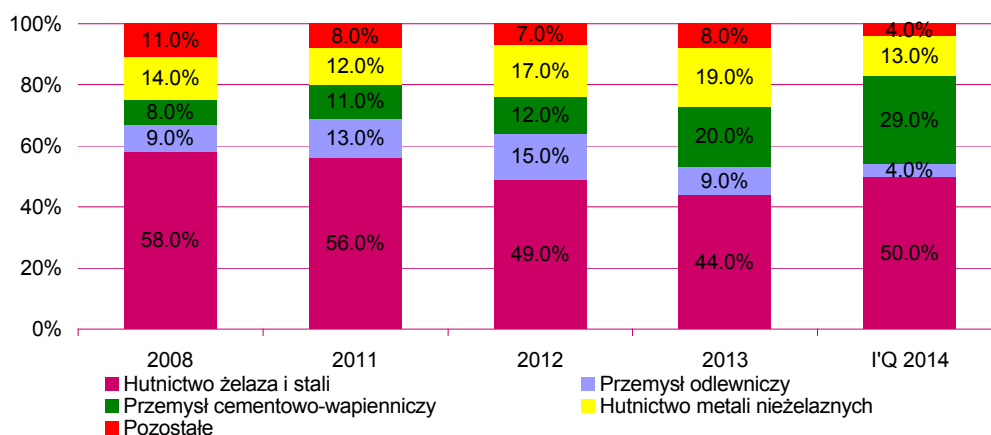
Wg MSR/MSSF; mln PLN

Struktura sprzedaży

Główny punkt strategii Ropczyc zakłada szeroko rozumianą dywersyfikację produktową, geograficzną i branżową sprzedaży. W jej rezultacie zmniejsza się stopniowo udział segmentu hutnictwa żelaza i stali na rzecz innych branż, takich jak przemysł miedziowy czy cementowo-wapienniczy. W efekcie spółka uzyskuje zmniejszenie wrażliwości na wahania koniunktury w segmencie stalowym. Jednocześnie w wyniku dywersyfikacji produktowej w strukturze sprzedaży, także dla hutnictwa, wzrasta systematycznie udział wyrobów o wyższej marżowości. Tendencja powinna być kontynuowana w kolejnych okresach.

W zakresie zainteresowania Ropczyc znajdują się też nowe branże, takie jak m. in. przemysł szklarski, energetyka oraz szeroko rozumiany przemysł związany z ochroną środowiska (w tym recycling).

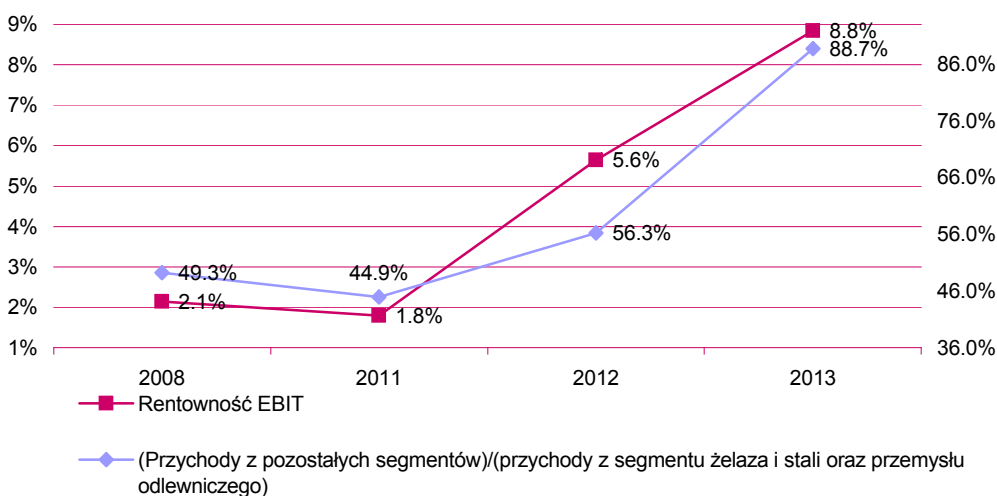
Struktura sprzedaży według segmentów



Źródło: ZM Ropczyce

Kolejny wykres obrazuje wzrost marży zysku operacyjnego ZM Ropczyce, spowodowany spadkiem w strukturze sprzedaży wagi segmentu hutnictwa i żelaza oraz przemysłu odlewniczego na rzecz pozostałych, wyżej marżowych segmentów.

Marża EBIT w zestawieniu ze strukturą sprzedaży ZM Ropczyce

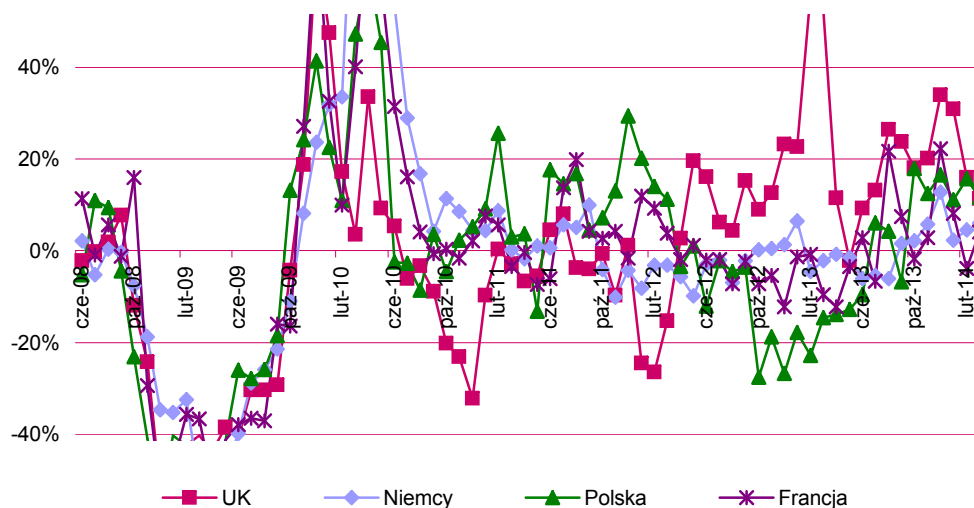


Źródło: ZM Ropczyce

Europejskie hutnictwo wychodzi z dołka

Coraz lepsza rentowność sprzedaży charakteryzuje również segment hutnictwa żelaza i stali oraz przemysł odlewniczy ze względu na odchodzenie od sprzedaży produktów mniej przetworzonych ku bardziej zaawansowanym i nowocześniejszym. Wsparciem dla działań spółki mogą być plany tzw. reindustrializacji Europy, które znalazły się w nowej polityce Unii Europejskiej. W Europie dostrzeżono bowiem, że strategia polegająca na wdrożeniu restrykcyjnych przepisów ochrony środowiska w połączeniu z wysokimi cenami energii elektrycznej, stawia przemysł europejski w gorszym położeniu w porównaniu z resztą świata - stąd obecna zmiana nastawienia. Obniżenie cen energii elektrycznej w takich państwach jak Wielka Brytania, Austria czy Niemcy doprowadziło do zwiększenia produkcji w przemyśle hutniczym. Oznaki poprawy są również widoczne na rynku polskim, dlatego ZM Ropczyce mają nadzieję na wyhamowanie ujemnej dynamiki przychodów, notowanej od kilku kwartałów, przy dalszej poprawie rentowności.

Dynamika produkcji stali w Europie (r/r)



Źródło: Bloomberg, Millennium DM

Ekspansja geograficzna

W strukturze sprzedaży ZM Ropczyce z roku na rok coraz większą rolę odgrywa eksport. W 2013 r. 53% przychodów wygenerowała sprzedaż na rynki zagraniczne. Podstawowymi kierunkami eksportu są kraje Europy Zachodniej, jak również Rosja oraz Ukraina. Ropczyce dostarczają również swoje produkty na potrzeby rynku cementowo-wapienniczego i segmentu metali nieżelaznych w USA. Spółka prowadzi także działania marketingowe w celu mocniejszego zaistnienia w Ameryce Południowej, głównie w przemyśle metali nieżelaznych.

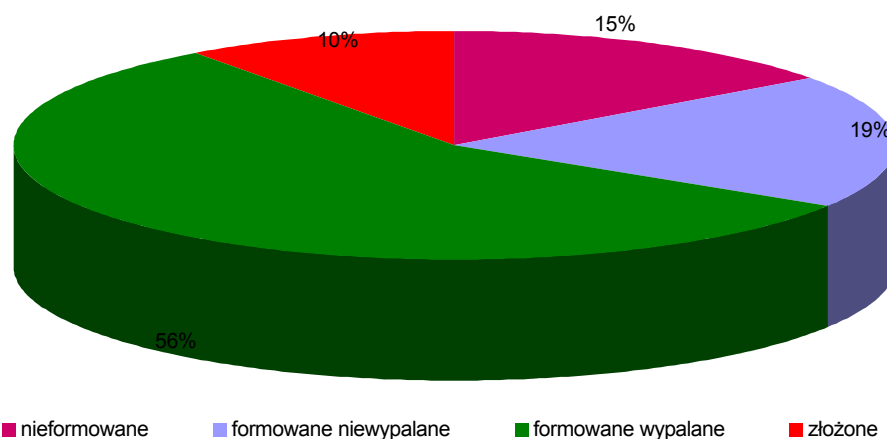
ZM Ropczyce podejmują starania, by szerzej wejść na rynek w Kazachstanie, Australii oraz Wietnamie, gdzie sympatia w branży dla Polski jest duża, ponieważ wielu inżynierów zdobywało swoje wykształcenie na polskich uczelniach. Efekty zdobytych kontaktów w Wietnamie mogą być widoczne w wynikach od IV/Q 2014 r. Dzięki współpracy z dużymi koncernami Ropczyce pojawiły się też ostatnio m.in. w krajach afrykańskich.

Prezes Józef Siwiec jest zdania, że udział w globalnym rynku spółki nie jest duży, dlatego potencjał wzrostu jest znaczny. Ropczyce są według niego w stanie sprzedawać produkowane w Polsce wyroby na cały świat z dobrymi marżami, co zresztą potwierdzają dotychczasowe wyniki w eksporcie. Spółka ma też możliwość bezinwestycyjnego zwiększania produkcji w ramach posiadanego potencjału produkcyjnego - w stosunku do stanu z końca 2013 r. nawet do 30%, wykorzystując zmiany w strukturze asortymentowej produkcji.

Wyżej marżowe produkty

Drugim podstawowym założeniem strategii jest stopniowa zmiana struktury sprzedaży w kierunku produktów wysoko przetworzonych, na których można uzyskać wyższą marżowość. Ropczyce nie chcą podejmować rywalizacji z chińskimi dostawcami nisko przetworzonych produktów, która z góry jest skazana na klęskę. Według przedstawicieli spółki na rynkach, których działają Ropczyce, dostrzegana jest tendencja powrotu popytu na urządzenia wyższej jakości, charakteryzujące się dłuższym czasem żywotności, po okresie fascynacji tańszym asortymentem chińskim. Ropczyce dużą jakość zamierzają przykładać więc do jakości swoich produktów, stąd też inwestycje w centrum badawczo-rozwojowe. Według spółki koszt pozyskania nowych klientów jest bardzo duży, dlatego priorytet powinno stanowić utrzymanie obecnych kontrahentów, a w tym celu wyeliminowanie potencjalnych wad i usterek produktów. W efekcie dywersyfikacji segmentowej ilość oferowanych przez Ropczyce produktów wzrosła z 390 w 2008 r. do 500 na koniec 2013 r. Wartość sprzedaży wyrobów innowacyjnych wdrożonych w tym okresie w relacji do łącznych przychodów wyniosła 16.9%.

Struktura sprzedaży wg głównych grup wyrobów



Źródło: ZM Ropczyce

Obecnie marże, jakie uzyskują Ropczyce na sprzedaży wyrobów nieformowanych, są bardzo niskie ze względu na wysoką konkurencję na rynku. Stanowią one jedynie uzupełnienie oferty handlowej. Pomysłem na zmianę tej sytuacji jest sprzedaż asortymentu chińskich producentów pod własną marką. Zostało już wyselekcjonowanych dwóch dostawców spełniających wymagane przez spółkę kryteria. Ropczyce planują dalszy wzrost sprzedaży wyrobów formowanych wypalanych oraz złożonych, które generują najlepszą rentowność sprzedaży. Spółka posiada obecnie 27 patentów własnych oraz jeden kupiony od niemieckiej firmy w zakresie rozwiązań konstrukcyjnych i materiałowych.

Zakończenie projektów restrukturyzacyjnych

W spółce w I'Q 2014 r. zakończone zostały procesy restrukturyzacyjne w głównych obszarach funkcjonowania, dzięki którym Ropczyce zoptymalizowały koszty ogólnoprodukcyjne, jak również koszty transportu. W wynikach pierwszego kwartału wyraźnie widoczne jest obniżenie kosztów sprzedaży, które nastąpiło głównie dzięki obniżeniu kosztów transportu i zmianom w organizacji obsługi poszczególnych rynków przez pracowników i agentów spółki. Koszty sprzedaży co prawda spadają w spółce od kilku lat, jednak tendencję tą będzie trudno utrzymać ze względu na systematyczne rozszerzanie rynków eksportowych. Mimo, iż restrukturyzacja w głównych obszarach została zakończona, to jednak działania w tym kierunku będą w spółce nadal prowadzone w sposób ciągły, co powinno przekładać na efekty (wyniki) również w kolejnych kwartałach.

Nakłady inwestycyjne

Plany inwestycyjne ZMR S.A. na lata 2009-2015 powinny zamknąć się kwotą rzędu 94 mln PLN, z czego 70 mln PLN zostało już wydane w latach 2009-2013. W 2014 r. spółka planuje przeznaczyć na inwestycje 15.8 mln PLN (z czego 5.6 mln PLN ma pochodzić z dofinansowania) oraz 8.3 mln PLN w 2015 r. Środki przeznaczone są w głównej mierze na realizację trzech projektów.

Pierwszy projekt polega na opracowaniu nowych rozwiązań konstrukcyjno-materiałowych króćców do procesu RH. Wartość projektu wynosi 12.9 mln PLN, z czego 5.5 mln PLN będzie dofinansowane. Technologia jest skierowana do odbiorców produktów spółki na całym świecie, jednak największy potencjał drzemie w rynkach wschodnich, gdzie następuje zmiana technologii wytwarzania. Dzięki współpracy z partnerem w Rosji w zakresie montażu gotowego produktu spółka będzie mogła optymalizować transakcje pod względem kosztowym (podatkowym).

Drugi projekt polega na realizacji pracy badawczo-rozwojowej w ramach zastosowania do produkcji materiałów ogniotrwałych kruszyw otrzymanych z krajowych surowców alternatywnych. Wartość projektu wynosi 10.8 mln PLN, z czego 4 mln PLN będzie dofinansowane. Według planu będzie to unikalna w skali światowej technologia pozyskania surowca do produkcji wyrobów ogniotrwałych.

Projekt jest prowadzony we współpracy z Akademią Górniczo - Hutniczą i ma zostać ukończony do końca 2015 r. Efektem pomyślnego zakończenia projektu i opracowania technologii może być realizacja w dalszej kolejności inwestycji w zakresie budowy zakładu produkcyjnego pozyskującego surowiec na bazie tej technologii. Mogłoby to zaspokoić potrzeby surowcowe Ropczyc w zakresie określonych rodzajów materiałów, ale również umożliwiłoby realizację sprzedaży nadwyżek na zewnątrz. Są branże przemysłu wykorzystujące takie surowce, które będą zainteresowane ich zakupem, m.in. produkcja nawozów dla rolnictwa.

Trzeci projekt to budowa centrum badawczo-rozwojowego, które będzie zatrudniać łącznie ok. 50 inżynierów. Wartość projektu to 12.7 mln PLN, z czego połowa będzie pokryta z dofinansowania ze środków unijnych. Celem projektu jest wzrost potencjału spółki w zakresie rozwoju produktowego, polepszenie jakości produktów oraz obniżenie kosztów wybraków. Możliwe będzie wykorzystanie potencjału w zakresie Centrum Badawczo - Rozwojowego również na potrzeby zewnętrznych zleciodawców.

ZM Invest

ZM Ropczyce otaczają swoich klientów opieką, która nie skupia się tylko na dostarczeniu produktów. Po instalacji urządzeń u klienta prowadzony jest ich serwis, a także przeprowadzane są testy i badania, służące udoskonalaniu oferty i dostosowaniu jej do wymagań odbiorcy. W działaniach tych pomaga współpraca z ZM Invest, która świadczy usługi inżynierskie w zakresie projektowania, zabudowy, logistyki, doradztwa i serwisu instalacyjnego związanego z wyrobami ogniotrwałymi bezpośrednio u ich użytkowników. Z kolei w 100% zależna od Ropczyc spółka ZM Service świadczy usługi w zakresie utrzymania ruchu zakładów produkcyjnych, wykonawstwa przemysłowych linii technologicznych, a także produkcji urządzeń do aplikacji wyrobów ogniotrwałych i bieżącej obsługi serwisowej u ich użytkowników. Zakłada się, że działalność operacyjna spółki ZM Invest powinna być konsolidowana w strukturach grupy Ropczyce od 2015 r. Planowana konsolidacja działalności operacyjnej ZM Invest w sposób istotny wpłynęłaby na zwiększenie skali działalności i efektywności grupy.

Spółka ZM Invest posiada swoje oddziały w kilku hutach w Polsce, utworzone na bazie przejętych od hut pracowników. Nie jest zadłużona, a jej sprawozdania są co roku badane przez niezależnego audytora. Największą wartością spółki jest posiadane know-how w zakresie projektowania i realizacji projektów u klientów. Dzięki tej działalności i wiedzy oraz współpracy istotnie skraca się czas dostosowania portfolio produktowego Ropczyc do zmian zachodzących w technologiach stosowanych u klientów.

Jak wspomniano, zakładane przejęcia działalności operacyjnej spółki ZM Invest powinno nastąpić do końca 2014 roku. Transakcja ta jest możliwa do zrealizowania bezgotówkowo w drodze wymiany akcji poprzez ich emisję w ramach uchwalonego przez WZA spółki kapitału docelowego. Na podstawie sporządzonych wcześniej wycen na bazie wskaźników rynkowych ZM Ropczyce z 10% dyskontem, parytet wymiany mógłby wynieść ok. 45-50%. ZM Invest wypracowuje średnio 40-50% przychodów, jakie osiągają ZM Ropczyce. Łączny udział sprzedaży ZM Ropczyce do ZM Invest wyniósł w 2013 r. 21.1% przychodów, a współczynnik ten z roku na rok się obniża. Przejęcie przełoży się na wzrost skali działalności, ale również na optymalizację kosztową w dziedzinie usług i rozwiązań.

Rentowność spółki jest zbliżona ZM Ropczyce. Planowana finalizacja transakcji ma mieć miejsce do końca 2014 r. Z uwagi na znaczny stopień skomplikowania projektu, m. in. w aspektach prawnych i podatkowych, konieczne było wystąpienie o interpretację, na którą spółka powinna otrzymać odpowiedź najpóźniej na początku czerwca. Cała transakcja wymiany akcji ZM Invest na akcje ZM Ropczyce ma być sfinalizowana do końca 2014 r.

Emisja akcji

Według uchwały podjętej na WZ zarząd ZM Ropczyce upoważniony jest do emisji 3.45 mln akcji w ciągu trzech najbliższych lat. Na podstawie dotychczasowych analiz szacuje się, że w przypadku emisji na przejęcie części operacyjnej ZM Invest, wyemitowane mogłoby być ok. 2.3 mln szt. akcji przeznaczone na ten cel. Horyzont czasowy to końcówka 2014 roku. Pozostała część akcji, której możliwość wyemitowania ma zarząd, może ewentualnie posłużyć na inne cele.

Do końca 2015 r. mają zostać zakończone prace badawczo-rozwojowe w ramach projektu dot. zastosowania do produkcji materiałów ogniotrwałych kruszyw otrzymanych z krajowych surowców alternatywnych. Efektem pomyślnego zakończenia projektu i opracowania technologii może być realizacja w dalszej kolejności inwestycji w zakresie budowy zakładu produkcyjnego pozyskującego surowiec na bazie tej technologii. Według szacunków, nakłady inwestycyjne mogłyby wynieść nawet kilkadziesiąt mln złotych. Naturalne więc będzie zapotrzebowanie na źródła finansowania. Brane pod uwagę są różne źródła (z emisją akcji włącznie).

Wyniki finansowe ZM Invest w mln PLN

	2008	2009	2010	2011	Szacunek wyników DM Millennium w 2013 r.
Przychody ze sprzedaży	501.3	360.1	313.8	373.9	120-130
EBIT	19.4	4.0	-1.4	15.6	9-10.5
Zysk brutto	-39.7	-6.9	0.1	17.4	6.5-8
Zysk netto	-15.2	-2.1	-1.7	9.3	5.5-6.5

Źródło: Notoria, Szacunki Millennium DM

Wyniki finansowe ZM Ropczyce w mln PLN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Przychody ze sprzedaży	434.1	314.0	265.4	287.4	248.0	223.3
EBIT	9.3	-7.8	-8.7	5.2	14.0	19.7
Zysk brutto	-47.5	-17.0	-6.5	8.1	7.8	16.4
Zysk netto	-39.4	-20.9	-13.7	4.2	8.8	12.8

Źródło: Notoria

Wskaźniki dla spółki w wariacie emisji 2.3 mln akcji

	2013	2014	2015
P/E bez uwzględnienia przejęcia	8.2	7.1	6.7
P/E z uwzględnieniem przejęcia	8.4-8.8	7.4-7.7	6.9-7.3
EV/EBITDA bez uwzględnienia przejęcia	6.3	5.6	5.1
EV/EBITDA z uwzględnieniem przejęcia	6.5-6.8	5.9-6.1	5.4-5.7

Źródło: Szacunki Millennium DM

Emisja obligacji

Spółka dokonała w ubiegłym tygodniu emisji obligacji w kwocie 4 mln EUR. Służyć ma ona dywersyfikacji źródeł finansowania, by nie opierać się jedynie na kredytach bankowych. Zdecydowana większość kontraktów zagranicznych jest rozliczana w walucie europejskiej, stąd też emisja obligacji ma służyć zmniejszeniu ekspozycji walutowej, ale również obniżeniu kosztów finansowych. ZM Ropczyce sukcesywnie obniżają stopień zadłużenia w ostatnich latach, a celem spółki jest zejście ze wskaźnikiem dług/EBITDA poniżej poziomu 3 (obecnie 3.1)

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniędzy.) i metodę porównawczą. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 165.7 mln PLN, czyli 36 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 150.5 mln PLN (32.7 PLN na akcję). Przypisując obu metodom równe wagi wyceniamy spółkę na 158.1 mln PLB, co daje 34.3 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	165.7	36.0
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	150.5	32.7
Wycena spółki Benefit	158.1	34.3

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2014-2023,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2023 roku na poziomie 4%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na 2.0%,
- ❑ Przyjęliśmy założenie o wypłacaniu przez spółkę dywidendy w kolejnych latach na poziomie 25% zysku netto,
- ❑ W modelu nie uwzględniliśmy transakcji przejęcia ZM Invest.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	>2023
sprzedaż	219	227	236	246	256	266	275	285	295	304	
EBIT (1-T)	18	18	19	20	21	22	22	23	23	24	
amortyzacja	9	9	9	9	9	9	9	10	10	10	
inwestycje	-16	-10	-10	-10	-10	-11	-11	-11	-12	-12	
zmiana kap.obrotowego	0	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	
FCF	11	15	15	15	16	16	17	17	17	18	286
zmiana FCF		33%	-0.1%	1.8%	4.1%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.0%
dług/kapitał	23.2%	22%	21.5%	20.6%	19.8%	19.0%	18.3%	17.6%	16.9%	16.3%	16.3%
stopa wolna od ryzyka	2.6%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	4.6%	4.9%	5.1%	5.3%	5.5%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
koszt kapitału	7.6%	7.9%	8.1%	8.3%	8.5%	8.6%	8.8%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
WACC	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.7%	7.9%	8.0%	8.1%	8.3%	8.4%	8.3%
PV (FCF)	11	13	12	12	11	11	10	9	9	8	132
wartość DCF (mln PLN)	238	w tym wartość rezydualna				132					
dług netto	-73										
wycena DCF (mln PLN)	166										
Liczba akcji (mln)	4.6										
wycena 1 akcji (PLN)	36.0										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	
stopa R_r rezydualna	4.0%	32.0	31.8	33.7	36.0	38.6	41.7	45.5
	4.5%	28.8	30.3	32.0	33.9	36.2	38.8	42.0
	4.0%	30.1	31.8	33.7	36.0	38.6	41.7	45.5
	5.5%	26.6	27.8	29.1	30.6	32.3	34.3	36.6
	6.0%	25.6	26.7	27.9	29.2	30.8	32.5	34.5

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Do wyceny porównawczej użyliśmy zagranicznych spółek, które podobnie jak ZM Ropczyce specjalizują się w produkcji materiałów ogniotrwałych. Ze względu na niższą płynność akcji spółki w porównaniu ze światowymi koncernami przyjęliśmy 10% dyskonta w wycenie. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E, którym przypisaliśmy równe wagi.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych i polskich

Spółka	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p
MARTIN MARIETTA MATERIALS	UNITED STATES	13.3	10.6	9.0	19.6	13.3	-	30.2	20.2	16.1
ACC LTD	INDIA	14.2	11.3	9.9	20.0	15.0	13.3	24.7	20.0	17.9
RHI AG	AUSTRIA	6.2	5.7	5.2	8.8	7.9	7.3	10.0	8.7	7.7
POSCO CHEMTECH CO LTD	SOUTH KOREA	6.5	5.3	4.3	-	-	-	11.3	9.7	8.4
MAGNESITA REFRATARIOS SA	BRAZIL	6.3	5.5	5.4	9.1	7.6	8.1	14.3	9.9	9.3
DALMIA BHARAT LTD	INDIA	9.3	6.3	-	13.5	9.2	-	21.9	10.6	-
XRF SCIENTIFIC LTD	AUSTRALIA	4.9	4.2	3.9	5.3	4.4	4.1	9.5	8.2	7.6
DALMIA BHARAT LTD	INDIA	9.3	6.3	-	13.5	9.2	-	21.9	10.6	-
Mediana		9.3	6.3	5.4	12.1	8.8	7.5	15.9	10.6	9.3
Wyniki spółki (mln PLN)		30.9	32.0	32.8	21.8	22.8	23.6	14.9	15.6	16.1
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN) z 10% dyskontem		198	127	113	178	128	114	212	149	135
Wycena (mln PLN)		151								
Wycena 1 akcji (PLN)		32.7								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
przychody netto	248.0	223.3	219.3	227.2	236.1	246.0
koszty wytworzenia	200.7	174.2	168.9	174.8	181.5	188.9
zysk brutto na sprzedaży	47.3	49.1	50.4	52.4	54.6	57.1
koszty sprzedaży	21.4	18.2	17.8	18.4	19.4	20.2
koszty ogólnego zarządu	11.8	12.5	12.3	12.8	13.3	13.8
zysk (strata) na sprzedaży	14.1	18.4	20.4	21.3	22.0	23.1
pozostała działalność operacyjna	-0.1	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
EBITDA	21.8	28.3	30.9	32.0	32.8	34.0
EBIT	14.0	19.7	21.8	22.8	23.6	24.7
saldo finansowe	-6.2	-3.3	-3.0	-3.1	-3.2	-3.3
zysk przed opodatkowaniem	7.8	16.4	18.9	19.7	20.4	21.4
podatek dochodowy	-1.0	3.6	3.6	3.7	3.9	4.1
zysk netto	8.8	12.8	14.9	15.6	16.1	17.0
EPS	1.9	2.8	3.2	3.4	3.5	3.7

Bilans (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
aktywa trwałe	199.4	228.2	234.9	235.1	235.7	236.5
wartości niematerialne i prawne	0.6	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
rzeczowe aktywa trwałe	188.6	201.6	208.4	208.7	209.3	210.2
inwestycje długoterminowe	3.0	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1
aktywa obrotowe	138.1	140.4	143.9	156.5	169.4	182.8
zapasy	48.9	55.0	54.8	56.8	59.0	61.5
należności	77.2	67.5	65.8	68.2	70.8	73.8
inwestycje krótkoterminowe	9.4	13.1	18.5	26.8	34.8	42.8
rozliczenia międzyokresowe	2.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
aktywa razem	337.5	368.6	378.8	391.7	405.1	419.3
kapitał własny	198.8	210.2	222.1	234.0	246.2	259.2
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	138.7	158.4	156.7	157.7	158.8	160.1
zobowiązania długoterminowe	63.8	78.4	78.4	78.4	78.4	78.4
zobowiązania krótkoterminowe	74.9	80.0	78.2	79.3	80.4	81.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	337.5	368.6	378.8	391.7	405.1	419.3
BVPS	43.2	45.6	48.2	50.8	53.5	56.3

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
wynik netto	8.8	12.8	14.9	15.6	16.1	17.0
amortyzacja	7.8	8.6	9.1	9.2	9.3	9.3
zmiana kapitału obrotowego	-572.4	11.1	0.2	-3.3	-3.7	-4.1
gotówka z działalności operacyjnej	5.8	649.2	24.2	21.5	21.7	22.1
inwestycje (capex)	-16.8	-22.9	-15.8	-9.5	-9.8	-10.1
gotówka z działalności inwestycyjnej	-8.5	-223.2	-15.8	-9.5	-9.8	-10.1
wypłata dywidendy	-1.3	-1.6	-3.0	-3.7	-3.9	-4.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-757.1	11.2	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-2.2	-733.9	-3.0	-3.7	-3.9	-4.0
FCF	-572.7	9.6	8.4	12.0	11.9	12.0
DPS	0.3	0.3	0.7	0.8	0.8	0.9
CEPS	3.6	4.6	5.2	5.4	5.5	5.7
FCFPS	-124.3	2.1	1.8	2.6	2.6	2.6

Wskaźniki (%)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
zmiana sprzedaży	-13.7	-9.9	-1.8	3.6	3.9	4.2
zmiana EBITDA	54.4	30.3	9.0	3.6	2.6	3.6
zmiana EBIT	170.4	41.3	10.4	4.4	3.6	4.9
zmiana zysku netto	109.6	45.7	16.6	4.6	3.7	5.2
marża EBITDA	8.8	12.7	14.1	14.1	13.9	13.8
marża EBIT	5.6	8.8	9.9	10.0	10.0	10.1
marża netto	3.5	5.7	6.8	6.9	6.8	6.9
sprzedaż/aktywa (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
dług / kapitał własny	37.5	40.8	38.6	36.7	34.9	33.1
odsetki / EBIT	-44.4	-16.9	-13.5	-13.4	-13.5	-13.3
stopa podatkowa	-12.9	22.2	19.0	19.0	19.0	19.0
ROE	4.5	6.2	6.9	6.8	6.7	6.7
ROA	2.6	3.8	4.0	4.1	4.1	4.2
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-65.2	-72.7	-67.3	-59.0	-51.0	-43.0

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca Inwestycyjny +22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki, ubezpieczenia
Marcin Palenik +22 598 26 59 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk branża spożywcza, handel
Maciej Krefta +22 598 26 88 maciej.krefta@millenniumdm.pl	Analityk budownictwo i deweloperzy
Wojciech Woźniak +22 598 26 58 wojciech.wozniak@millenniumdm.pl	Analityk przemysł elektromaszynowy, przemysł metalowy
Sebastian Siemiątkowski +48 22 598 26 sebastain.siemiatkowski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne
Artur Topczewski +48 22 598 59 artur.topczewski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne

Sprzedaż

Radosław Zawadzki +22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Marek Przytuła +22 598 26 68 marek.przytula@millenniumdm.pl	
Jarosław Oldakowski +22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
Leszek Iwaniec +22 598 26 90 leszek.iwaniec@millenniumdm.pl	
Grażyna Mendrych +22 598 26 26 grazyna.mendrych@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postępowanie w branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selenia FM, Skyline, Sygnity od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selenia FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, Kompa. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: MFO S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udestępienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udestępiena spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	16%
Akumuluj	23	51%
Neutralnie	14	31%
Redukuj	1	2%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	67%
Neutralnie	2	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora