

PCC Exol – analiza, 20 marca 2017 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Omówienie wyników PCC Exol po raporcie za 2016 r.

Dla przypomnienia, spółka PCC Exol wchodzi w skład międzynarodowej grupy PCC, wraz z bardziej rozpoznawalnym bratem – PCC Rokita. Obie spółki główną siedzibę mają Mw Brzegu Dolnym. Można powiedzieć, że w pewnym zakresie korzystają ze wspólnej infrastruktury. Spółki łączy również Rafał Zdon, wiceprezes PCC Exol i PCC Rokita, który odpowiada między innymi za kwestie finansowe.

Głównym produktem spółki Exol są surfaktanty, zwane również środkami powierzchniowo czynnymi. Dzięki surfaktantom możliwe jest spienianie, odpienianie, emulgowanie, zwilżanie czy też wspomaganie usuwania zanieczyszczeń, np. z tkanin. Surfaktanty pomagają też łączyć i uzyskiwać stabilne mieszaniny różnych substancji chemicznych, których bez ich użycia nie dałoby się połączyć, np. mieszanina oleju z wodą. W ofercie PCC Exol znajduje się ponad 300 produktów.

Spółka dzieli swoją produkcję i sprzedaż na dwa segmenty:

- **Segment detergentów i higieny osobistej**

Surfaktanty to niezbędne komponenty detergentów i środków higieny osobistej (środków do prania, szamponów, żeli pod prysznic, kosmetyków, płynów do płukania tkanin czy odżywek do pielęgnacji włosów), umożliwiając mycie, pranie, czyszczenie i odtłuszczenie.

- **Segment aplikacji przemysłowych**

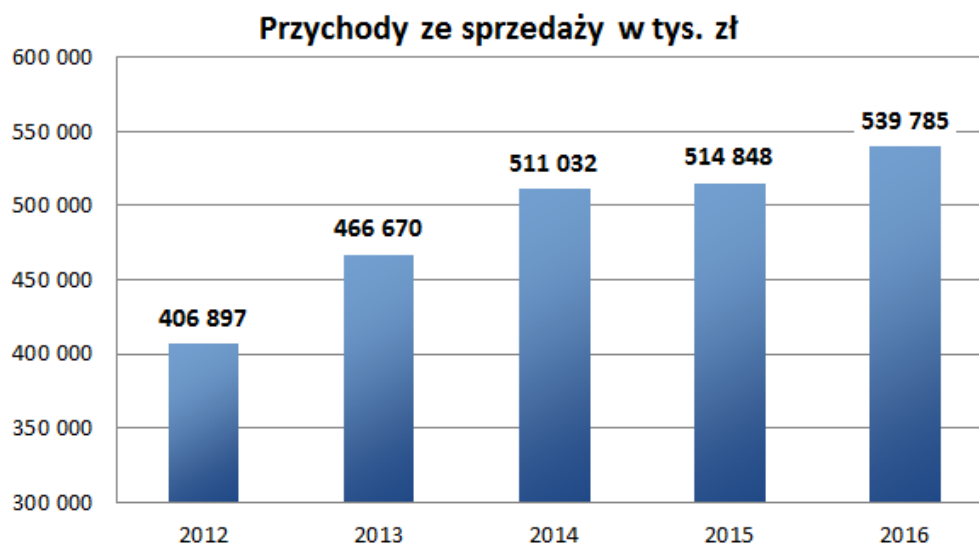
Surfaktanty wchodzi w skład kompozycji używanych w produkcji tekstyliów, w przemyśle celulozowo-papierniczym, w procesach obróbki metalu, w farbách, lakierach, klejach, w agrochemikaliach i wielu innych.

Grupa 9 marca opublikowała raport za 2016 rok, który od audytora, firmy BDO, otrzymał opinię "bez zastrzeżeń".

Analiza finansowa

Przychody i zyski

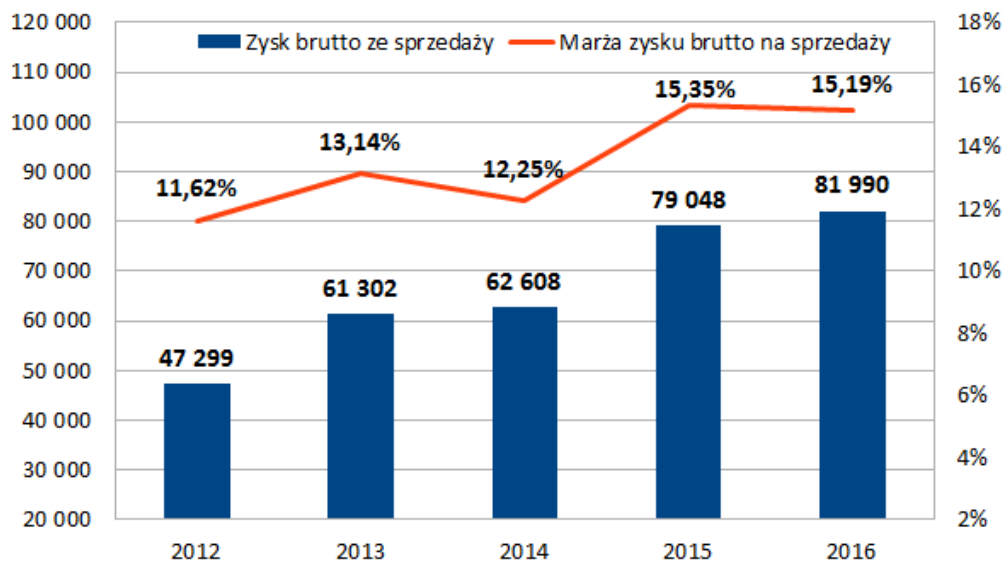
Przychody z punktu widzenia obligatariuszy wyglądają modelowo, co roku grupa odnotowuje stabilny ich wzrost.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Analizując przychody w ujęciu grup produktowych rok do roku, można zauważyć, że znaczna część wzrostu przypada na sprzedaż towarów i materiałów. I tak, w segmencie detergentów i higieny osobistej spadły o niecałe 7 mln zł, w segmencie przemysłowym wzrosły o 18 mln zł, a sprzedaż towarów i materiałów wzrosła o 14 mln zł. Wzrost przychodów ze sprzedaży towarów (85,1 mln zł) jest efektem zwiększonej sprzedaży tlenku etylenu do spółki z Grupy PCC.

Patrząc na zysk brutto ze sprzedaży i marżę zysku brutto sytuacja spółki również wygląda pozytywnie.

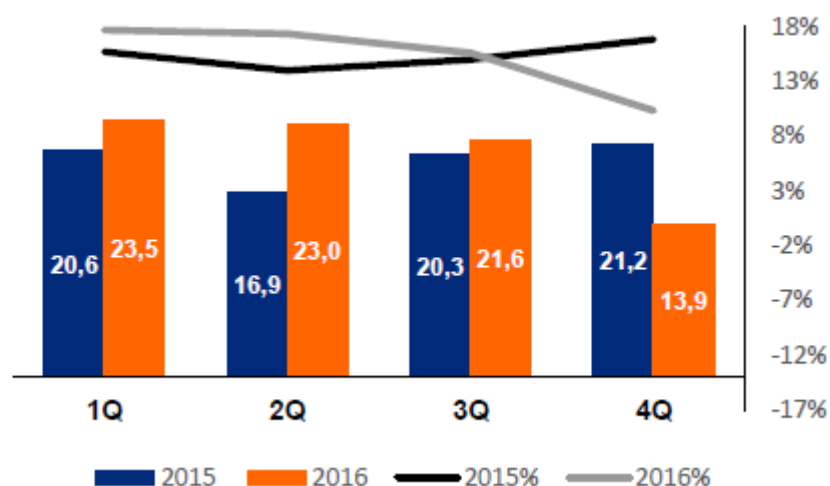


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Zysk brutto ze sprzedaży w 2016 roku wzrósł mimo pomniejszenia o odpisy zapasów i zaniechanej inwestycji na łączną kwotę 4 mln zł.

Sytuacja wygląda nieco mniej różowo, gdy spojrzymy na wyniki 2016 roku w ujęciu kwartalnym.

Wykres 14 Wynik na sprzedaży [mln zł] i marża ze sprzedaży [%] w ujęciu kwartalnym



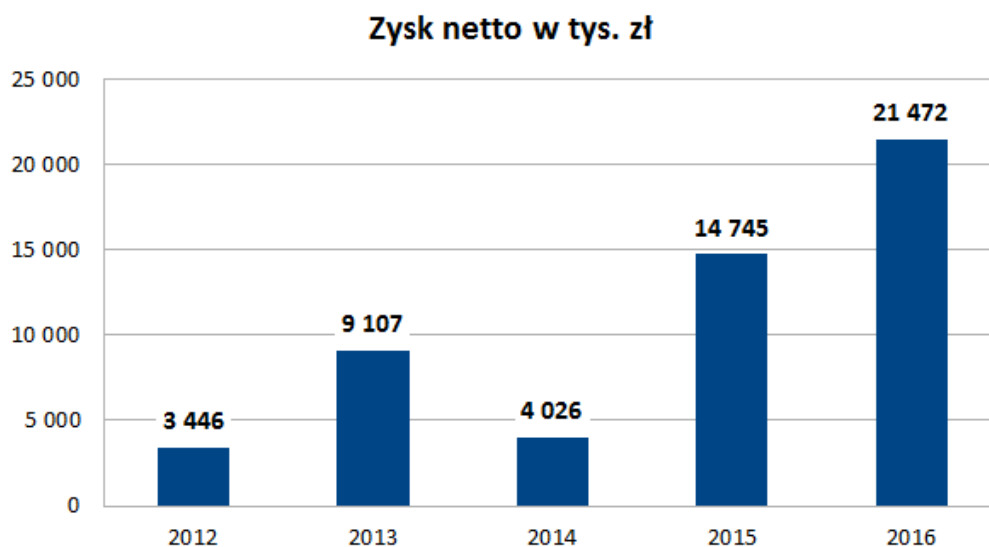
IV kwartał 2016 roku to znaczny spadek wyniku na sprzedaży, a także marży na sprzedaży. Z jednej strony to efekt odpisów, o których powyżej, a z drugiej rosnących w II półroczu 2016 roku cen surowców, które wywierają presję na osiągnięte przez Exol marże.

Od trzeciego kwartału widoczny jest spadek marży z uwagi na pogorszenie sytuacji na rynku surowców. Ceny surowców wzrastały, a przy bardzo silnej konkurencji na rynku, szczególnie w grupie produktów masowych, grupa nie była w stanie przełożyć wzrostu cen surowców bezpośrednio na klienta.

A ponieważ ceny surowców "nie chcą" spadać, z tego punktu widzenia wyniki grupy w bieżącym roku mogą być pod presją.

Idąc "w dół" rachunku wyników, grupa osiągnęła korzyści na kosztach finansowych obsługi zadłużenia (niższe o 3,3 mln zł w porównaniu do 2015 roku), zwrocie nadpłaconego za poprzednie lata podatku od nieruchomości (1,5 mln zł), a także obniżeniu kwoty podatku CIT o 3,5 mln zł w związku ze skorzystaniem z ulgi podatkowej w ramach prowadzonej działalności przez PCC Exol w Wałbrzyskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej.

Dzięki tym pozycjom PCC Exol na koniec 2016 roku mógł pochwalić się imponującym wzrostem zysku netto:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Jak widać z opisu, powtórzenie takiego wyniku może być pewnym wyzwaniem, jednakże dla obligatariuszy nie ma to aż tak wielkiego znaczenia, ważne, że spółka zarabia i generuje gotówkę.

Analiza bilansu

Uproszczony bilans grupy PCC Exol wygląda następująco:

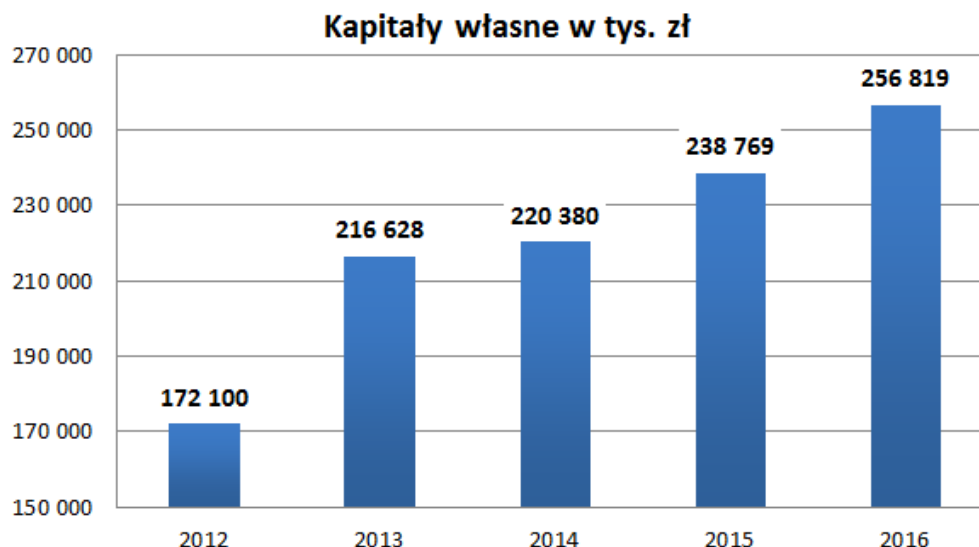
w tys. PLN	2012	2013	2014	2015	2016
Aktywa trwałe, w tym:	343 203	373 496	381 068	386 868	382 382
Wartości niematerialne	182 353	201 018	203 047	205 260	205 868
Aktywa obrotowe, w tym:	102 161	128 277	140 912	135 726	159 286
Zapasy	27 787	39 325	55 431	47 024	49 299
Należności	60 541	82 295	74 486	74 085	87 890
Środki pieniężne	12 901	5 820	9 689	13 418	19 000
Aktywa razem	445 364	501 773	521 980	522 594	541 668
Kapitały	172 100	216 628	220 380	238 769	256 819
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	200 631	198 388	212 633	178 623	187 397
Finansowe	180 207	176 541	190 763	155 502	165 201
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	72 633	86 757	88 967	105 202	97 452
Finansowe	27 735	30 666	10 677	26 101	16 781
Pasywa razem	445 364	501 773	521 980	522 594	541 668

Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

W aktywach zwraca uwagę wysoki poziom Wartości Niematerialnych i Prawnych (WNiP), co za czym obligatariusze nie przepadają. Jednak akurat w przypadku firmy chemicznej ze skomplikowanym procesem produkcyjnym można przyjąć, że know-how ma znaczenie, nie wydaje się, żeby ktoś bez odpowiedniej wiedzy, czy doświadczenia mógł nagle pojawić się w tej branży.

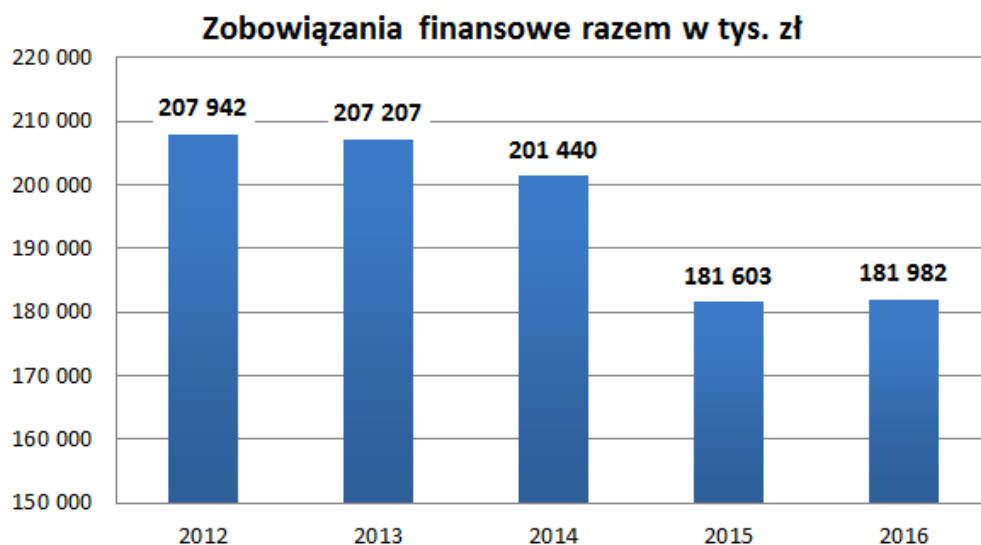
Pozytywne jest utrzymywanie przez spółkę buforu płynności (środki pieniężne), a także przewaga aktywów obrotowych nad zobowiązaniami krótkoterminowymi, krótko mówiąc płynność spółki wygląda prawidłowo.

Jeżeli chodzi o pasywa, to sytuację najlepiej zobrazują poniższe wykresy. Po pierwsze rosną kapitały własne:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

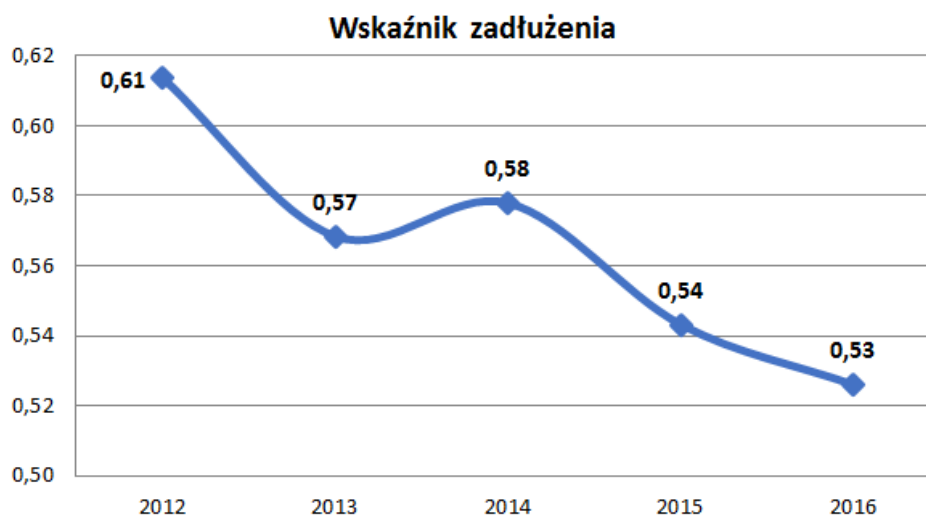
A zadłużenie finansowe pozostaje pod kontrolą:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Będąc przy zobowiązaniach finansowych, warto podkreślić, że zdecydowana większość to długoterminowe, np. obligacje korporacyjne spółki (45 mln zł) zapadają w 2020 roku.

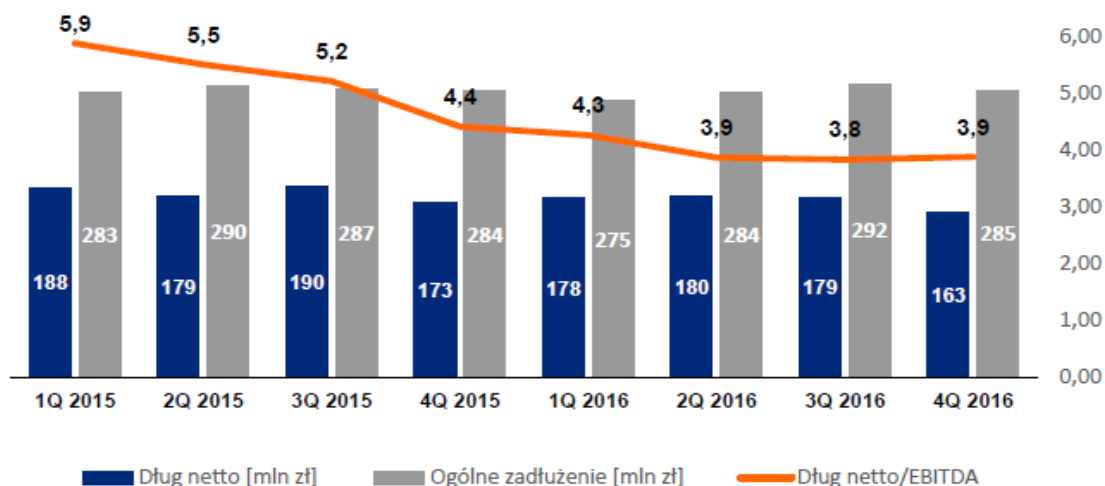
Ponieważ zobowiązania ogółem również pozostają pod kontrolą, nie dziwi, że spada wskaźnik zadłużenia grupy:



Źródło: obliczenia własne na podst. sprawozdań finansowych spółki.

Wiemy zatem, że grupa posiada poprawną płynność i rozsądne wskaźnikowo i wartościowo poziomy zadłużenia. Pozostaje sprawdzić, w jakim czasie wypracowywana EBITDA pozwala spłacać posiadane zadłużenie finansowe:

Wykres 20 Ogólne zadłużenie, dług netto oraz wskaźnik dług netto/EBITDA



I tutaj również nie jest źle, wskaźnik systematycznie spada, gdyż rosnące zyski pozwalają w krótszym czasie spłacić zadłużenie finansowe.

Podsumowując, patrząc z punktu widzenia obligatariuszy, grupa Exol posiada prawidłowe wskaźniki zadłużenia, płynności czy obsługi długu. Pewien niepokój budzą rosnące ceny surowców wykorzystywanych przez Exol w produkcji. Wzrost cen surowców wywołuje presję na spadek marż osiąganych przez spółkę i w konsekwencji może powstrzymać dalszy wzrost wyników, ale to już bardziej sytuacja do analizy dla akcjonariuszy.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiejkolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

Konflikt interesów

Obligacje.pl Sp. z o.o. zaznacza, że łączy ją z Emitentem umowy o współpracy, wobec czego należy uznać, że może występować konflikt interesów. Jednocześnie zwraca się uwagę, że autor powyższej analizy nie jest w żaden sposób powiązany z Emitentem, ale jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.