

**PCC Rokita – analiza, 7 listopada 2016 r.**

---

***Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl***

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.com](http://rynekobligacji.com)*

## **Podsumowanie**

PCC Rokita jest jedną z największych spółek chemicznych w Polsce. Spółka wchodzi w skład międzynarodowej grupy PCC SE (z siedzibą w Niemczech). Od 2014 roku akcje spółki notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a jej obecna kapitalizacja sięga 1,35 mld zł.

Swoje produkty, pogrupowane w ramach trzech kompleksów produkcyjnych, grupa kieruje do wielu branż, takich jak: meblarstwo, budownictwo, włókiennictwo, przemysł tworzyw sztucznych i inne. Stanowi to pewnego rodzaju dywersyfikację, czyli uniezależnienie się od koniunktury panującej w jednej branży.

Dodatkowo PCC Rokita zwiększa w sprzedaży udział produktów zaawansowanych technologicznie, produkty te są mniej wrażliwe na wahania cen surowców, a jednocześnie zapewniają wyższe marże.

Grupa systematycznie dzieli się z akcjonariuszami dywidendą, a jednocześnie stale inwestuje w nowe technologie, pozwalające zwiększać sprzedaż i obniżać koszty produkcji.

Grupą kieruje kompetentny zarząd, od wielu lat związany z PCC Rokita. Sposób zarządzania finansami określam jako bardzo dobry. Sprawozdania finansowe grupy audytowane są przez BDO i otrzymują opinie bez zastrzeżeń.

Rosnące marże pozwalają konsekwentnie zwiększać grupie wypracowywany zysk netto, obligatariuszy może cieszyć również powtarzalność i przewidywalność wyników. Również bilans PCC Rokita nie budzi większych zastrzeżeń, struktura finansowania jest prawidłowa, wskaźniki zadłużenia są stabilne w czasie i znajdują się na akceptowalnych poziomach. Wydaje się, że spółka nie ma problemów z rotacją zapasów, czy odzyskiem należności.

Ze wszystkich rodzajów wskaźników, jedynie te dotyczące płynności mogłyby prezentować się nieco lepiej, ale biorąc pod uwagę powtarzalność wyników grupy, czy jej zdolność do generowania gotówki, nie można mówić o powodach do zmartwień.

### **Informacje o grupie PCC Rokita**

PCC Rokita SA jest jedną z większych grup chemicznych w Polsce. W skład grupy Rokita wchodzi około 30 spółek.

Swoją ofertę grupa kieruje do odbiorców z różnych segmentów, takich jak: przemysł tworzyw sztucznych, włókiennictwo, chemia gospodarcza, budownictwo, meblarstwo, górnictwo, motoryzacja. Jest zatem niezależna od wahań koniunktury w pojedynczej branży.

Spółka produkuje również energię elektryczną, energię ciepłą oraz inne media energetyczne. Dodatkowo w ramach Zakładu Wodociągów i Kanalizacji prowadzi usługi odprowadzania i oczyszczania ścieków, w tym odbioru ścieków z terenu miasta Brzeg Dolny, a także usługi poboru, uzdatniania i dostarczania wody przemysłowej i pitnej.

Historia zakładów Rokity sięga 1946 roku, natomiast w 2002 roku udziałowcem spółki staje się grupa PCC i od tej pory można datować obecny rozwój spółki.

Grupa ma swoją siedzibę w Parku Przemysłowym w Brzegu Dolnym, powierzchnia zakładu liczy ponad 300 hektarów. W PCC Rokita pracuje około 1400 osób.

W strukturze PCC Rokita wyodrębnione są trzy wyspecjalizowane kompleksy produkcyjne: polioliowy, chlorowy i fosforowy. Każdy z nich posiada własne laboratorium opracowujące dla klientów produkty dostosowane do ich potrzeb oraz weryfikujące jakość. Każdy z kompleksów posiada w ofercie takie produkty, w których jest liderem lub wręcz jedynym producentem na terenie Europy Środkowo-Wschodniej.

Największy udział w sprzedaży (około 50 proc.) stanowi **kompleks polioli**. PCC Rokita jest jedynym w Polsce i największym w Europie Środkowo-Wschodniej producentem polioli polieterowych, stosowanych w produkcji pianek poliuretanowych, wykorzystywanych m. in. W przemyśle meblarskim (np. w materacach), budowlanym czy motoryzacyjnym.

**Kompleks chloru** posiada 30-proc. udział w sprzedaży. Chlor jest kluczowym surowcem stosowanym w produkcji 55 proc. wszystkich wyrobów branży chemicznej. PCC Rokita jest między innymi wiodącym w Polsce dostawcą chloru do instalacji wodociągowych.

**Kompleks chemii fosforu** posiada 7-proc. udział w sprzedaży. W jego ramach można wymienić uniepalniacze, stosowane przede wszystkim w budownictwie, przemyśle meblarskim i samochodowym do uniepalniania tworzyw poliuretanowych, a także żywic i tworzyw termoplastycznych

Różnorodność oferty i produkcja wyspecjalizowanych wyrobów (w portfolio Rokity znajduje się ponad 250 wyrobów), dopasowanych pod konkretne zamówienia klientów, wyróżnia PCC Rokita w stosunku do innych spółek z branży, które opierają swoją siłę na produkcji wielkotonażowej kilku rodzajów produktów.

Warto podkreślić, że grupa stale prowadzi nowe inwestycje. Nakierowane one są na dwa obszary. Pierwszym jest wzrost zdolności produkcyjnych, a drugim ograniczanie kosztów produkcji, czyli wzrost marż. Przykładem takiego typu inwestycji jest duży wzrost marży produktów Kompleksu Chloru, wynikający ze zmniejszenia zużycia energii elektrycznej niezbędnej w procesie produkcyjnym tej wytwórni dzięki przełączeniu elektrolizy na technologię membranową.

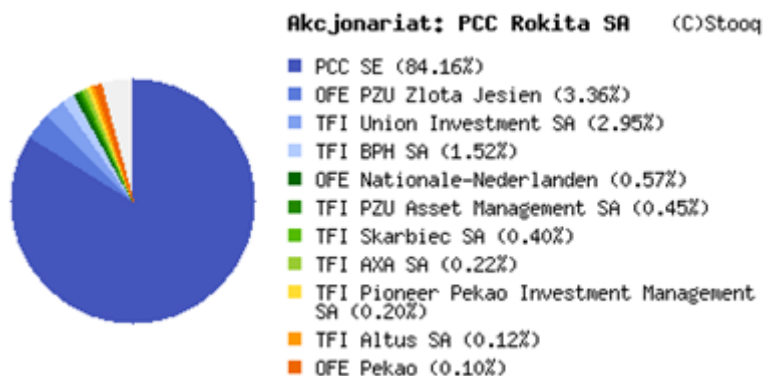
Akcje PCC Rokita od 2014 roku notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Kapitalizacja spółki sięga 1,35 mld zł.



Warto przy tym zauważyć, że jednocześnie za 2014 i za 2015 rok spółka wypłaciła solidną dywidendę, za rok 2014 było to 69 mln zł, a za 2015 było to 89 mln zł.

PCC Rokita jest również regularnym emitentem obligacji korporacyjnych, jej obligacje nieprzerwanie od 2011 roku notowane są na rynku Catalyst. Obsługa obligacji przebiega bez zakłóceń.

Wg stanu na 30 czerwca 2016 r. akcjonariat spółki wyglądał następująco:



Ponad 84 proc. udziałów w PCC Rokita posiada koncern PCC SE. Jest to międzynarodowa grupa z siedzibą w Duisburgu w Niemczech, skupiająca spółki z branży chemicznej, energetycznej i logistycznej. Właścicielem grupy PCC SE jest ciekawa postać – Waldemar Preussner. W 1993 roku założył spółkę Petro Carbo Chem, czyli właśnie PCC SE. Łączny obrót spółek z grupy PCC w 2015 roku wyniósł 571 mln euro. W Niemczech grupa PCC także jest emitentem obligacji (jej akcje nie są notowane na giełdzie), a wyceny obligacji oscylują w granicach ich wartości nominalnej. Chociaż grupa ma charakter międzynarodowy, to dominujący wkład w jej sprzedaż i zyski mają polskie spółki: PCC Rokita i PCC Exol.

Warto zwrócić uwagę na obecność w akcjonariacie grupy wielu towarzystw funduszy inwestycyjnych.

### **Zarząd**

Prezesem zarządu PCC Rokita od 2010 roku jest Wiesław Klimkowski. Ukończył kierunki Prawo oraz Zarządzanie i Administracja Publiczna na Uniwersytecie Wrocławskim. Od 1999 roku związany jest z PCC Rokita SA, gdzie rozpoczął karierę zawodową na stanowisku kierownika projektu. W 2002 roku objął stanowisko dyrektora biura nadzoru właścicielskiego i rozwoju grupy kapitałowej. Od 2005 roku dodatkowo pełnił funkcję członka zarządu.

Wiceprezesem zarządu jest Rafał Zdon. Ukończył Akademię Ekonomiczną we Wrocławiu, posiada również dyplom MBA. Od 2008 roku związany jest z PCC Rokita SA, początkowo na stanowisku dyrektora finansowego. W 2010 roku objął dodatkowo funkcję członka zarządu. W październiku 2010 roku powołany na stanowisko wiceprezesa zarządu.

Zarząd można określić jako bardzo kompetentny, zwraca uwagę jego wieloletnia praca w ramach grupy PCC Rokita.

### **Audytor**

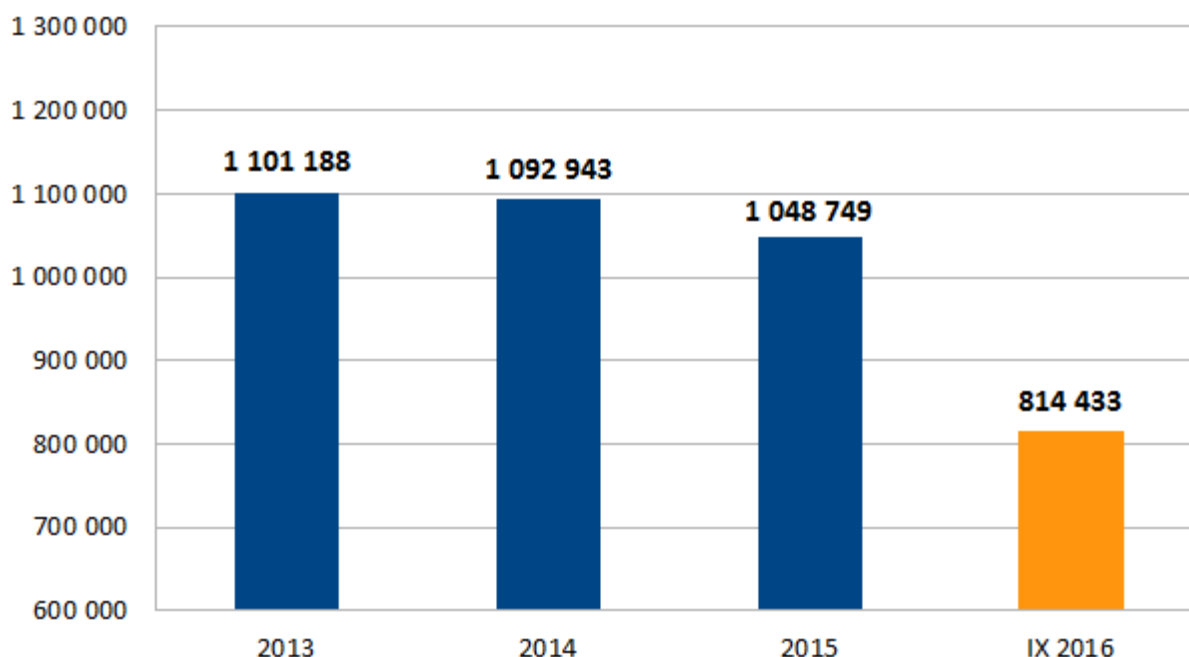
Audytorem spółki jest BDO, a sprawozdania finansowe PCC Rokita otrzymują opinie bez zastrzeżeń.

## **Analiza finansowa**

### **Przychody, marże i zyski**

W latach 2013-2014 przychody grupy PCC Rokita zachowywały się stabilnie. W 2015 roku nastąpił lekki ich spadek ze względu na przestój w produkcji i sprzedaży kluczowych produktów, związany z finalizowaniem poważnej inwestycji i przełączaniem technologii produkcji chloru. Przestój i związany z tym spadek przychodów był z wyprzedzeniem sygnalizowany przez grupę. Uruchomienie nowej inwestycji widoczne jest już w przychodach III kwartałów 2016 roku, które wzrosły do 814 mln zł z 779 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej.

**Przychody ze sprzedaży (w tys. zł)**

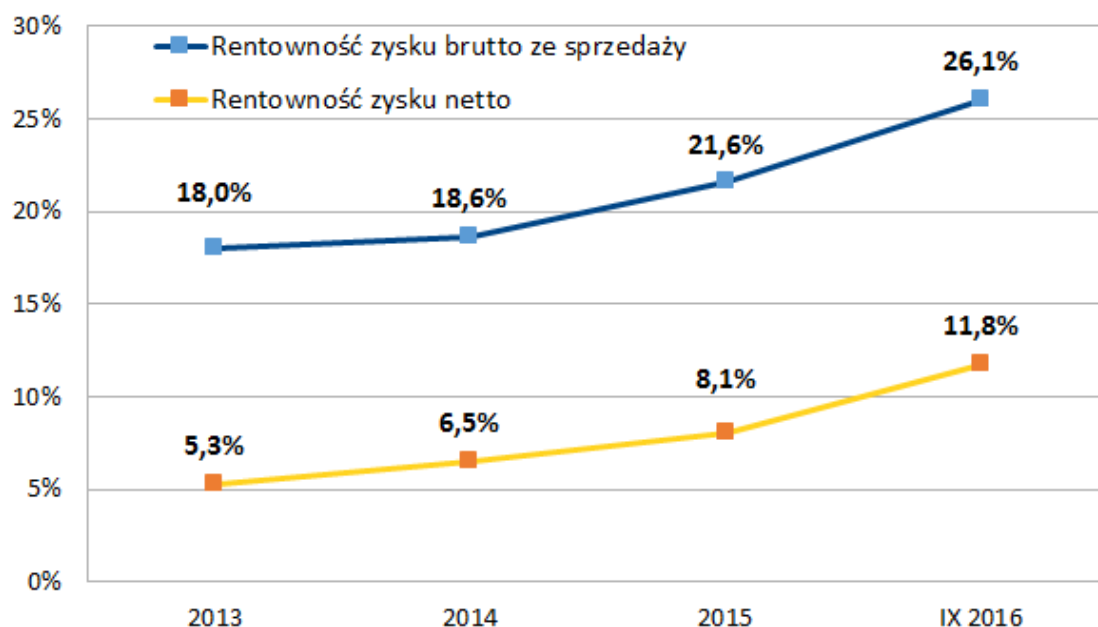


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

PCC Rokita konsekwentnie realizuje inwestycje z jednej strony poprawiające wydajność (zmiana technologii produkcji na bardziej energooszczędną), a z drugiej zwiększające moce produkcyjne. Poprawa wydajności widoczna jest w rosnących marżach ze sprzedaży, choć dodać należy, że dodatkowym powodem wysokich marż w 2016 roku są stosunkowo niskie ceny surowców, powodujące spadek cen sprzedaży produktów PCC Rokita.

W efekcie marża osiągnęta przez grupę marże prezentują się następująco:

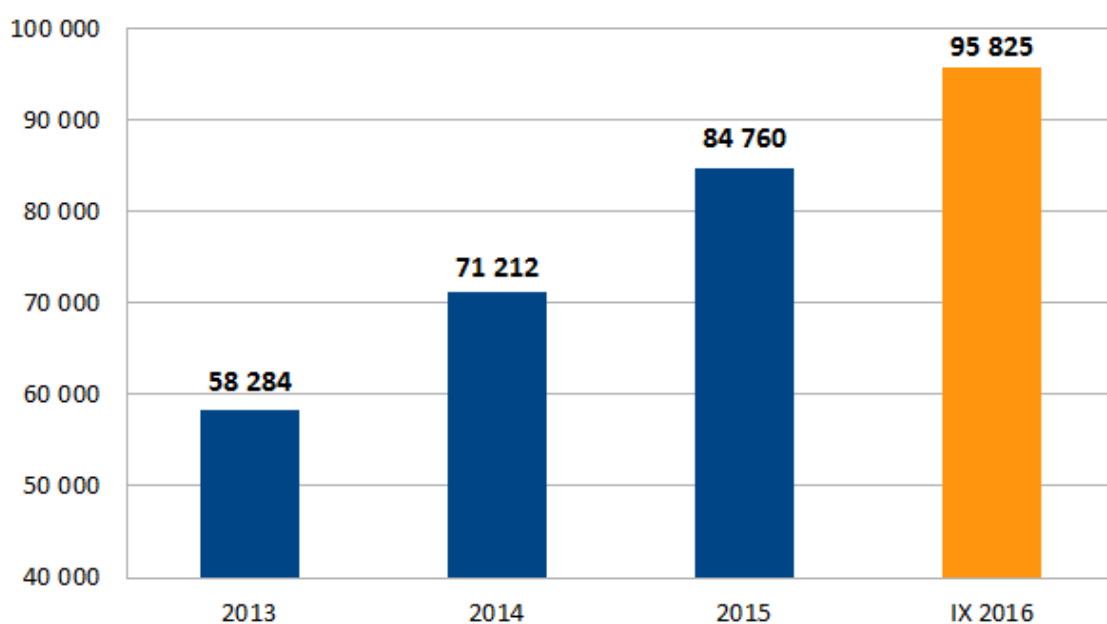
#### Rentowność zysku brutto ze sprzedaży i rentowność zysku netto



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych spółki.

Rosnące marże powodują, że rosną zyski netto spółki, nawet gdy przychody się nie zmieniają. A dzięki uruchomieniu nowych inwestycji i wykorzystaniu pełnych mocy produkcyjnych 2016 rok będzie dla grupy kolejnym rekordowym.

#### Zysk netto (w tys. zł)



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

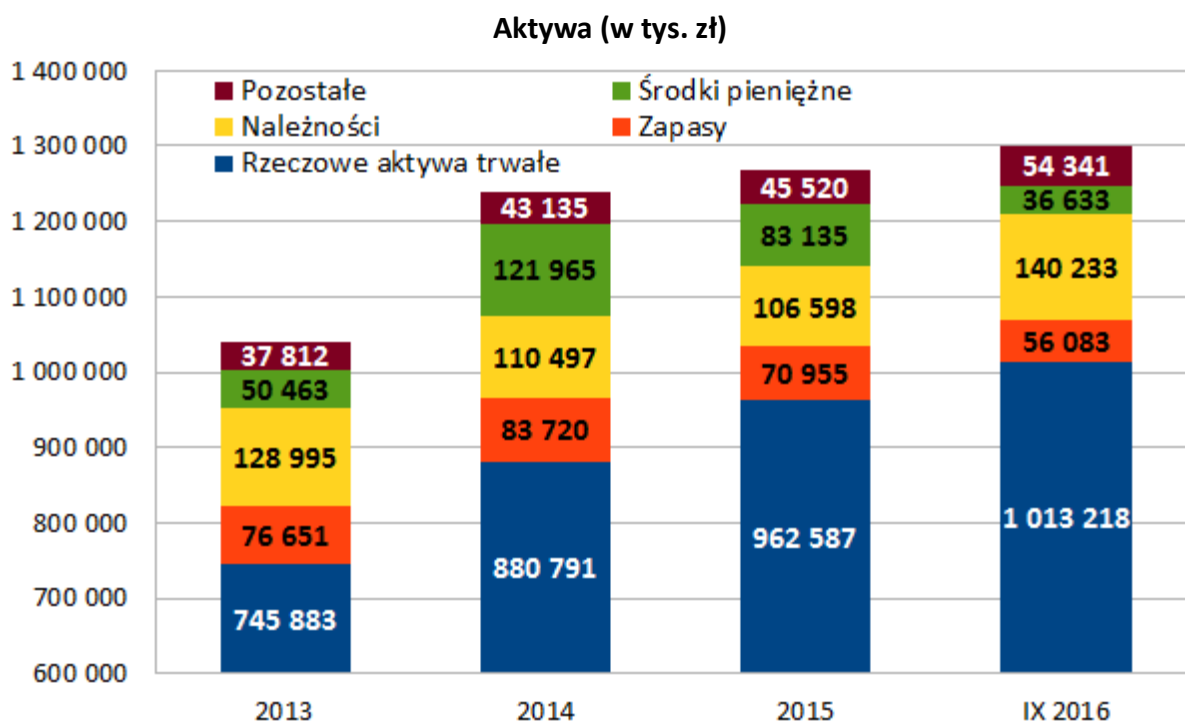
Jeżeli do tego dodamy regularnie wypłacane dywidendy (w praktyce 100 proc. zysku netto) to otrzymujemy obraz spółki, która przy zasadniczo niezmiennych kapitałach (wypłata zysku netto) systematycznie poprawia swoją efektywność. Sytuacja chyba wymarzona dla akcjonariuszy.

Dla obligatariuszy, oprócz rozwoju i generowania zysków, istotne jest również stabilność i bezpieczeństwo zarządzania finansami, co sprawdzimy w analizie bilansu.

## Analiza bilansu

### Aktywa spółki

Jak na firmę produkcyjną przystało, głównym składnikiem majątku grupy są rzeczowe aktywa trwałe, czyli grunty, budynki, maszyny i urządzenia. Stanowią one blisko 80 proc. całości aktywów.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Na koniec września 2016 roku 5 proc. aktywów stanowiły zapasy, a ok. 10 proc. należności. Odnosząc te wartości do poziomu sprzedaży, wygląda, że spółka sprawnie zarządza zarówno magazynami, jak i ściąganiem należności, co potwierdzają zresztą poniższe wskaźniki.

Nazwa wskaźnika i sposób obliczania	2015	1-3Q 2016
1. Szybkość inkasa należności: w dniach <i><math>\frac{\text{Stan należności z tytułu dostaw i usług} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{Przychody ze sprzedaży}}</math></i>	31	36
3. Szybkość obrotu zapasami: w dniach <i><math>\frac{\text{Stan zapasów} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{Koszt własny sprzedaży}}</math></i>	34	29

Źródło: sprawozdanie finansowe spółki.

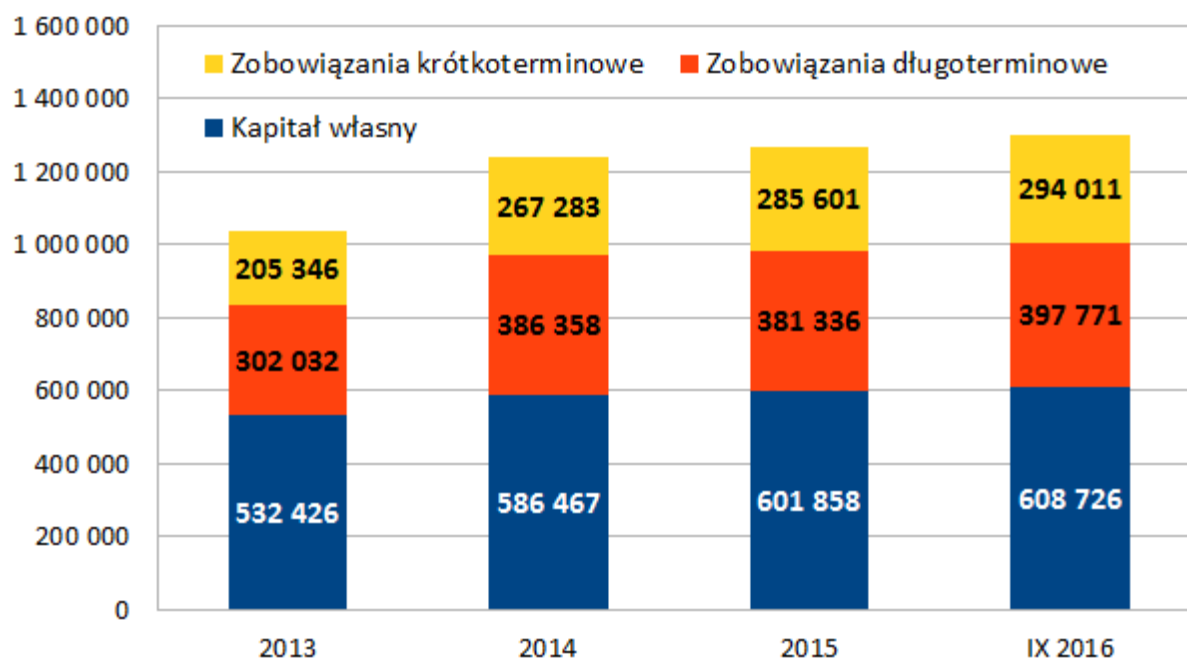
Poziomy zapasów są stabilne w czasie, zresztą poziomy należności również, a ich struktura wiekowa nie budzi większych zastrzeżeń – na koniec 2015 roku należności przeterminowane powyżej trzech miesięcy nie przekraczały 150 tys. zł.

Do tego warto dodać, że spółka stosuje praktykę posiadania istotnych środków finansowych na rachunkach bankowych, co oznacza, że nie jest zmuszona do działania (np. negocjacji umów kredytowych, rolowania obligacji) pod presją. Na koniec 2015 roku środki pieniężne stanowiły 83 mln zł, a na koniec III kwartału 2016 ich stan wynosił 36,6 mln zł (po wypłacie w II kwartale dywidendy w kwocie 89 mln zł).

### Struktura finansowania aktywów (pasywa)

W finansowaniu majątku również widoczna jest pewna stabilizacja, brak jest ekstremalnych wahań pomiędzy poszczególnymi rodzajami pasywów. Główną pozycję finansowania majątku stanowią kapitały własne. Ich niewielki wzrost w 2016 roku związany jest z wypłatą dywidendy i w miarę wypracowywania zysków w kolejnych okresach będzie sukcesywnie powiększany.

### Zobowiązania krótko- i długoterminowe vs kapitał własny

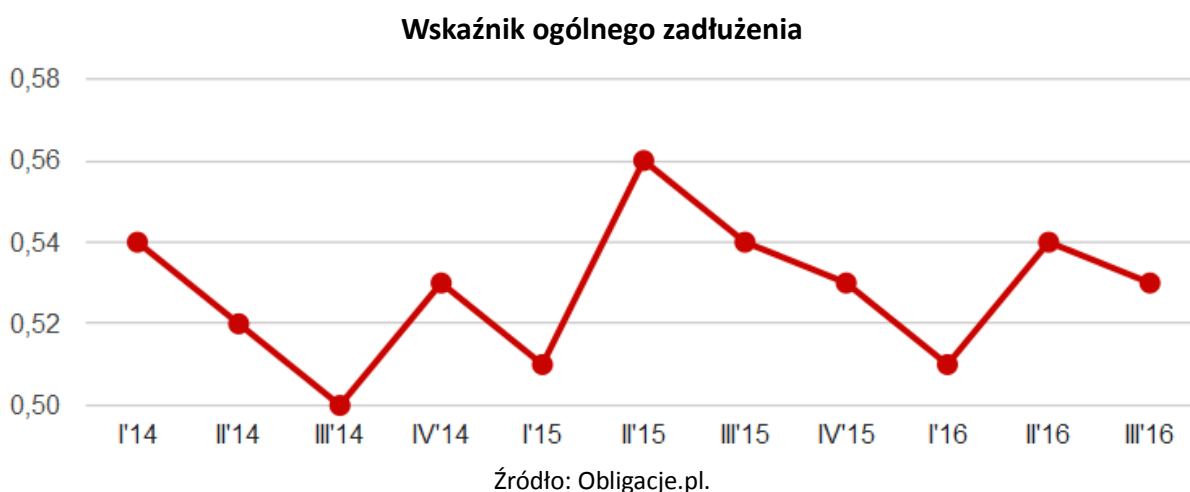


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.



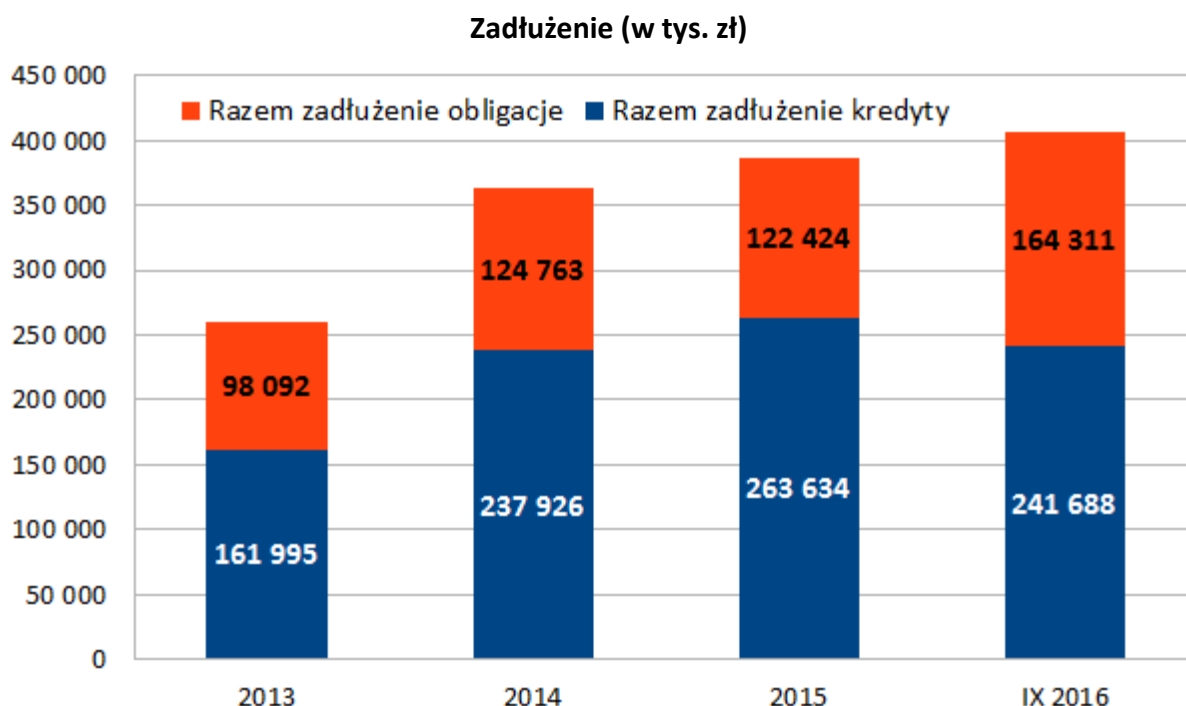
W pozostałych pozycjach (zobowiązania krótkoterminowe, długoterminowe) również możemy mówić co najwyżej o drobnych zmianach związanych ze zmianą stanu zobowiązań handlowych lub zmianą klasyfikacji zobowiązań finansowych.

Dla obligatariuszy ważny jest fakt stabilizacji i przewidywalności w zarządzaniu spółką, wyraźnie widoczne jest dążenie do utrzymywania wskaźnika zadłużenia w okolicach 0,5, czyli w równym stopniu finansowania aktywów kapitałami własnymi oraz zadłużeniem.



Wzrosty wskaźnika w II kwartale 2015 i 2016 mają związek z wypłatą dywidendy (spadek kapitałów) i w kolejnych okresach są niwelowane wypracowywanymi zyskami.

Będąc przy zobowiązaniach finansowych, warto zaznaczyć, że grupa korzysta zarówno z finansowania bankowego, jak i emisji obligacji, przy czym dominujące jest finansowanie kredytami i pożyczkami.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Większość z zaciągniętych kredytów (192 mln z 243 mln zł na koniec września 2016) ma charakter długoterminowy, a znaczna część z tych pożyczek kończy się po roku 2020.

Warty podkreślenia jest również trend wydłużania przez spółkę terminów zapadalności kolejnych serii emitowanych obligacji (ostatnie serie emitowane są na okresy 7-letnie, co jest ewenementem dla firm produkcyjnych notowanych na Catalyst), co oczywiście ułatwia bieżące zarządzanie płynnością. Z kolei emitowanie obligacji w oparciu o stałe oprocentowanie pozwala grupie uniezależnić się od ewentualnego wzrostu stóp procentowych.

Będąc przy płynności, ten element zarządzania finansami grupy (z punktu widzenia obligatariuszy) wydaje się być najmniej korzystny.



Źródło: Obligacje.pl.

Wskaźnik bieżącej płynności na koniec września 2016 roku wyniósł niskie 0,84, co nie jest wartością satysfakcjonującą. Należy jednak mieć na uwadze fakt wypłaty przez spółkę w II kwartale 2016 r. blisko 90 mln zł dywidendy, co oczywiście wpłynęło na tak niski poziom wskaźnika. Patrząc na zdolność grupy do generowania gotówki (zysk netto + amortyzacja przekraczają bieżące spłaty kredytów) należy oczekiwać w krótkim czasie powrotu wskaźnika bieżącej płynności do poziomów typowych dla grupy.

---

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 jakiegokolwiek 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 również – niezależnie – podpisał umowę o współpracy z Emitentem i jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.