

## Opinia na temat oferty publicznej Spółki



- **O spółce, parametrach oferty oraz celach emisji**

Krakchemia jest firmą o ponad półwiecznej tradycji w dziedzinie handlu artykułami chemicznymi. Spółka działa na terenie całej Polski. Jest ściśle powiązana kapitałowo ze spółką macierzystą Alma Market notowaną na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Jako odrębny podmiot gospodarczy, prowadzący działalność hurtową, Krakchemia działa od 2000 roku. Spółka należy do grona największych, pod względem wielkości sprzedaży, dystrybutorów granulatów tworzyw sztucznych na terenie kraju. Na mocy trójstronnej umowy, dotyczącej sprzedaży i dystrybucji, podpisanej z Basell Polyolefins Company N.V./SA, czołowym światowym producentem poliolefin, oraz z Basell Orlen Polyolefins Sp. z o.o., liderem na polskim rynku produkcji i sprzedaży polietylenu i polipropylenu, Firma stała się jednym z trzech autoryzowanych polskich dystrybutorów tych firm. Stanowi pomost pomiędzy nimi, a prężnie rozwijającymi się małymi i średnimi przedsiębiorstwami zajmującymi się przetwórstwem poliolefin.

Spółka obecnie jest w trakcie oferty publicznej nowych akcji, z której chce pozyska 35 mln zł brutto. Środki te w około 60% zostaną przeznaczone na akwizycje firm z branży tworzyw sztucznych w tym dystrybutorów granulatów tworzyw sztucznych. W kręgu zainteresowania Krakchemii są podmioty zajmujące się przygotowaniem procesu produkcji z tworzyw sztucznych, firmy produkujące regranulaty tworzyw sztucznych jak i dystrybutorzy tworzyw sztucznych. Firma planuje zakończyć negocjacje z niektórymi z nich do końca 2007

roku i przeprowadzić przejęcie do końca 2008 roku. Z kolei umowa nabycia dużej firmy z pokrewnej branży (Maximexu) została już podpisana. Około 30% wartości emisji Spółka przeznaczy na zwiększenie kapitału obrotowego, a utworzenie sieci sprzedaży maszyn, urządzeń i technologii do przetwórstwa i utylizacji tworzyw sztucznych pochłonie około 10% pozyskanych z emisji środków. Wymienione wyżej cele emisji zgodnie ze strategią powinny być zrealizowane w latach 2007-2010.

Zapisy na 5 mln akcji nowej emisji przyjmowane będą zarówno wśród inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych, jak i wspólników przejmowanego Maximexu w terminie od 7 do 14 sierpnia 2007 roku. Do mniejszych inwestorów skierowano 0,7 mln walorów, a do dużych 2,8 mln akcji. Do wspólników Maximexu 1,5 mln szt. Przydział akcji nastąpi już 17 sierpnia. Cena emisyjna akcji we wszystkich transzach została ustalona na poziomie 7 zł. Zapisy na akcje w ramach transzy indywidualnej można składać w Punktach Obsługi Klienta Domu Maklerskiego BOŚ SA.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

Krakchemia jest spółką o stabilnych fundamentach. Ostatnie lata to okres wzrostu, który znalazł istotne odzwierciedlenie w przyroście przychodów ze sprzedaży. W okresie 2004-2006 roku przychody Spółki wzrosły z 168,4 mln zł do 213,2 mln zł, czyli o 26,7%. W tym samym czasie obserwowaliśmy jednak wzrost kosztów sprzedanych produktów i materiałów o 28,4%. Należy również dodać, że wpływ na wynik operacyjny w 2004 miały zdarzenia jednorazowe, które istotnie zawiły ówczesny wynik operacyjny oraz wynik netto, sprawiając, że baza porównawcza w postaci zysków za rok 2004 jest wysoka. Czynniki te nie pozwoliły na poprawę zysku netto w 2006 roku. Na uwagę zasługuje jednak fakt, że koszty ogólnego zarządu spadły w analizowanym okresie o niemal 14%. W następstwie opisanych czynników w okresie 2004-2006 wynik operacyjny obniżył się z 4,15 mln zł do 3,15 mln zł, a zysk netto z 3,1 mln zł do 1,9 mln zł. W stosunku do roku 2005 zysk netto Krakchemii wzrósł w 2006 roku o 240%.

Tegoroczna skonsolidowana prognoza wyników finansowych, uwzględniająca przejęcie Maximexu wskazuje na możliwość dynamicznego wzrostu przychodów do poziomu niemal 300 mln zł (wzrost o 40% wobec roku 2006) oraz na możliwość istotnego skoku zysku netto do poziomu 3 mln zł (wzrost o 58% wobec roku 2006).

W ubiegłym roku marża netto Krakchemii kształtowała się na poziomie około 0,87%. W bieżącym roku poziom ten wzrośnie do 1%. Z kolei przynajmniej częściowa

dywersyfikacja działalności w ramach segmentu chemicznego, powinna przełożyć się w perspektywie 2-3 lat na wzrost rentowności netto do poziomu 1,4-1,5%.

Spółka plasuje emisję przy rozsądnej cenie, zbliżonej do obecnej wartości godziwej. Przy cenie emisyjnej na poziomie 7 zł oraz na bazie prognoz za rok 2007 można oszacować wartość wskaźnika P/E na poziomie 23,3, wskaźnika MC/S (kapitalizacja rynkowa/sprzedaż) na poziomie 0,23 oraz MC/EBITDA (kapitalizacja rynkowa/zysk operacyjny + amortyzacja) na poziomie 12,6. Tymczasem średnia wartość wskaźnika P/E dla giełdowych hurtowników to 26,2. Z kolei średnia wartość wskaźnika P/E wyliczona na bazie prognozy wyników na rok 2007 dla wybranych spółek zajmujących się handlem hurtowym: Drozapol, Stalprofil, PGF, Farmacol, Ampli oraz AB, kształtuje się na poziomie 19,5. Wskaźnik MC/S dla tych firm przyjmuje wartość 0,45, a wskaźnik MC/EBITDA równy jest 12,9. Takie parametry dają szacunkową wartość porównawczą jednej akcji Krakchemii na poziomie około 7,7 zł. Wartość ta bazuje tylko na prognozach za rok 2007, a więc nie uwzględnia nieco dalszej przyszłości, która niewątpliwie zapowiada się w przypadku Krakchemii bardzo dobrze.

- **Podsumowanie**

Krakchemia jest spółką, która cieszy się wśród kontrahentów oraz dostawców dużym uznaniem. O sile i pozycji rynkowej świadczyć może fakt, że Krakchemia jest w ścisłej czołówce firm, które zajmują się w Polsce dystrybucją granulatów tworzyw. Efekty tak dobrej pozycji rynkowej widoczne są również w stabilnych wynikach finansowych, które dość dynamicznie powinny poprawiać się przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych lat.

Wynikać to będzie zarówno z akwizycji, z dywersyfikacji działalności oraz z rozwoju organicznego. Przychody Spółki powinny rosnąć w najbliższych latach po kilkadziesiąt procent rocznie. Jednocześnie spodziewać się można, że dzięki realizacji strategii inwestycyjnej, rentowność netto Krakchemii wzrośnie w perspektywie kilku najbliższych lat, co najmniej do poziomu 1,4-1,5%.

Generalnie można ocenić, że perspektywy rynku, na którym działa Krakchemia są bardzo dobre. Wzrost rynku poliolefin w Polsce jest bardzo intensywny. W 2002 roku jego wielkość oceniano na 730 tys. ton rocznie. Obecnie szacowany jest na ponad 1 000 tys. ton i stale rośnie. W Polsce w porównaniu z rynkami państw Europy Zachodniej, roczne zużycie poliolefin jest ponad dwukrotnie mniejsze. W Polsce wynosi ono średnio ok. 20 kg na osobę. Tymczasem polski rynek tworzyw sztucznych zbliżać się powinien w najbliższych latach do poziomu rynku Europy Zachodniej. Obecnie krajowy rynek najpowszechniejszych tworzyw

sztucznych - jakimi są poliolefiny – rośnie również szybciej niż PKB i wynosi około 10-12 %. Wszystko wskazuje na to, że tendencja dynamicznego wzrostu utrzyma się w tym roku, a bardzo prawdopodobne, że również w kolejnych latach.

Do kluczowych czynników ryzyka związanych z funkcjonowaniem Firmy zaliczyć można uzależnienie od jednego oraz jedyne krajowego producenta poliolefinowych granulatów tworzyw sztucznych – Basell Orlen Polyolefins Sp. z o.o. Udział przychodów z tytułu sprzedaży produktów BOP Sp. z o.o. w przychodach Spółki z tytułu sprzedaży towarów wynosi obecnie około 70 %. Powiązanie to wiąże Krakchemię z prowadzoną polityką cenową i dystrybucyjną BOP Sp. z o.o. oraz ograniczoną dostępnością produktów BOP Sp. z o.o., na które to Spółka nie ma wpływu. Ponadto należy brać pod uwagę zagrożenie ze strony konkurentów, szczególnie jeśli chodzi o politykę cenową.

Spółka trafiła z emisją akcji w okresie wyjątkowo słabej koniunktury giełdowej. Jeszcze do niedawna inwestorzy skłonni byli nabywać firmy z wyśrubowaną wyceną. W przypadku Krakchemii z taką sytuacją na szczęście nie mamy do czynienia, gdyż cena akcji została ustalona na poziomie 7 zł, czyli 3 zł poniżej maksymalnej ceny emisyjnej. Uznać można, że ustalenie ceny na tym poziomie jest rozsądnym posunięciem ze strony Zarządu, szczególnie, że na bazie prognozy wyników na rok 2007, maksymalna cena emisyjna była zbyt wysoka. Dzięki rozsądnej cenie emisyjnej znacznie wzrasta szansa na lepsze zachowanie kursu akcji Krakchemii po debiucie, a jednocześnie zdecydowanie ułatwia Spółce możliwość uplasowania całej emisji nawet w okresie dekoniunktury. Wraz z stopniowym wdrażaniem programu inwestycyjnego wzrastać będzie również szansa na istotną poprawę wyników finansowych w kolejnych latach, zarówno na poziomie przychodów, zysków, jak i osiągniętych marż. W związku z tym można spodziewać się, że inwestycje w akcje Krakchemii okażą się dobrą długoterminową inwestycją, a oferta będzie cieszyć się powodzeniem mimo dekoniunktury giełdowej. Zdawać się może, że wierzy w to również główny udziałowiec Krakchemii. Świadectwem tego jest fakt, że Alma Makret nie podjęła decyzji o sprzedaży swoich walorów. Ponadto obecność w akcjonariacie przyszłego debiutanta, Spółki zarządzanej przez Jerzego Mazgaję zwiększa wiarygodność Krakchemii w oczach rynku.

- Ocena

Siła czynnika negatywnego										Siła czynnika pozytywnego																			
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	Kryteria										1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
										Czynniki ryzyka																			
										Akcjonariat po emisji																			
										Fundamenty																			
										Atrakcyjność ceny Emisyjnej ***																			
										Perspektywy dalszego rozwoju																			
										Szansa wzrostu ceny na debiucie >10%																			
										Pozycja rynkowa																			
										Podsumowanie																			

\*\*\*przy cenie emisyjnej 7 zł za akcję



- siła czynnika negatywnego



- siła czynnika pozytywnego

Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Krakchemia S.A.

**Wyjaśnienie do Oceny (tabeli):**

<b>CZYNNIK</b>	<b>WYJAŚNIENIE</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	Ocena podsumowująca ogół istniejących czynników ryzyka dla przyszłych akcjonariuszy spółki. Im wyższy poziom koloru zielonego tym niższe ryzyko. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym wyższe ryzyko.
<b>Akcjonariat po emisji</b>	Ocena akcjonariatu spółki po emisji, w tym także pod kątem blokady akcji „lock-up”, a także pod kątem dominującego udziału jednego podmiotu, bądź podmiotów działających w porozumieniu. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepsza struktura akcjonariatu. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorsza struktura akcjonariatu.
<b>Fundamenty</b>	Ocena długoterminowej stabilności finansowej spółki (podstawą oceny jest siła fundamentalna po uzyskaniu środków z emisji, drugim kryterium są przyszłe wyniki oraz uzyskiwana rentowność). Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty.
<b>Atrakcyjność ceny emisyjnej</b>	Ocena atrakcyjności oferty cenowej akcji oszacowana na podstawie ogólnej metody porównawczej z sektorem i spółkami i zbliżonym profilu działalności. Im wyższy poziom koloru zielonego tym porównanie wypadła korzystniej dla analizowanej firmy. Z kolei coraz wyższy poziom koloru czerwonego świadczy o malejącej atrakcyjności w stosunku do sektora na GPW.
<b>Perspektywy dalszego rozwoju</b>	Ocena planów inwestycyjnych, sytuacji w branży i związanych z tym szans na dalszy rozwój. Im wyższy poziom koloru zielonego tym wyższe perspektywy rozwoju. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym mniejsze perspektywy dalszego rozwoju.
<b>Szansa wzrostu na debiucie &gt;10%</b>	Ocena prawdopodobieństwa wzrostu kursu na debiucie o więcej niż 10% (ocena subiektywna). Im wyższy poziom koloru zielonego tym większa szansa na taki zysk. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym szansa takiego zysku mniejsza.
<b>Pozycja rynkowa</b>	Ocena obecnej pozycji rynkowej spółki, uwzględniająca zagrożenie ze strony konkurentów
<b>Podsumowanie</b>	<b>Ocena podsumowująca wszystkie powyższe czynniki, ze szczególnym uwzględnieniem stabilności fundamentalnej ocenianej firmy oraz jej perspektyw rozwoju i szans zarobku na debiucie. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej można ocenić całościowo spółkę. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej wypadła całościowa ocena spółki.</b>

*Niniejszej opinii jest Piotr Cieślak – analityk SII. Autor nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji. Opracowanie zostało sporządzone s.6 z 6 na zlecenie: Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych 6 sierpnia 2007 r., a opublikowany przez SII w dniu 8 sierpnia 2007 r..*

*Treść powyższej 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, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.*

*Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Krakchemia jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Krakchemia dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: [www.krakchemia.pl](http://www.krakchemia.pl)*