



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

Nie dostrzegamy dalszych czynników przemawiających za wzrostem kursu akcji, zarówno w krótkim, jak i w długim terminie. Spółka w listopadzie'14 opublikowała nową strategię, naszym zdaniem z dość optymistycznymi celami, a rynek na jej podstawie zdyskontował już znaczną poprawę wyników finansowych. Ma ona opierać się głównie na segmencie sodowym, gdzie w ostatnich kwartałach marża przekraczała 25% EBITDA. W dłuższym okresie taka rentowność jest nie do utrzymania. Zwracamy uwagę na najniższe od 2010 roku ceny gazu w Europie, dominującego składnika kosztów dla europejskich konkurentów i znaczący wzrost mocy produkcyjnych w 2016 roku i w latach 2018-2019. Otwarcie nowych fabryk Ciner w Turcji, opartych na tańszej tronie, może zdestabilizować europejski rynek. Szacujemy, że średnie wykorzystanie mocy spadnie znacząco poniżej 80%, czyli do poziomu najniższego od 2009-2010, kiedy ceny sody spadały po kilkanaście procent rocznie. W rezultacie oczekujemy, że w optymistycznym scenariuszu korzystne otoczenie w sodzie utrzyma się do 2017 roku, co jest zbieżne z 7-letnim cyklem. Mając dodatkowo na uwadze neutralny cash flow w 2015-2016, mimo dalszej poprawy wyników finansowych, wydajemy zalecenie REDUKUJ z ceną docelową 43,2 PLN/akcję.

W listopadzie'14 spółka opublikowała nową strategię, której cele oceniamy jako zbyt optymistyczne. Nasze średnie założenia na lata 2014-2019 są niższe o ok. 12% na poziomie przychodów i 14% EBITDA (znormalizowana ok. 570 mln PLN vs 660 mln PLN w strategii). Szczytu wyników spodziewamy się w 2017 roku, podobnie jak Zarząd, a w 2018 roku oczekujemy ok. 5% korekty cen sody w związku z otwarciem nowych mocy produkcyjnych w Turcji (2,5 mln ton, 14% europejskich mocy).

W 4Q'14 sprzyjały ceny i marże w segmencie sodowym. Średnie ceny sody kalcynowanej były wyższe o ok. 3% r/r (w EUR) tymczasem ceny węgla spadły o ok. 5% r/r. Pomagała też słabnąca złotówka. Problemem mogą być wolumeny, bo 4Q'13 był bardzo mocny pod tym względem (spółka wyprzedawała zapasy). Naszym zdaniem rynek może nie doceniać tego ryzyka.

W najbliższych kwartałach słaby będzie również cash flow. W 4Q'14 oprócz ponad 50 mln PLN kuponu za obligacje spółka zapowiedziała ok. 130 mln PLN nakładów inwestycyjnych (ok. 300 mln PLN w całym 2014 roku), przez co cash flow będzie negatywny. Mimo lepszych wyników w latach 2015-2016 nie poprawi się on znacząco przez wzrost nakładów inwestycyjnych (400 mln PLN, od 2017 roku ponad 200 mln PLN) i kosztów finansowych (refinansowanie długu w listopadzie'15 będzie kosztować ponad 100 mln PLN, rocznie spółka po zmianie oprocentowania z 9,5% na 6,5% zaoszczędzi ponad 30 mln PLN). W rezultacie perspektywa dywidendy wskazanej w strategii (3%) pojawi się naszym zdaniem najwcześniej w 2017 roku.

	2011	2012*	2013*	2014P	2015P**	2016P
Przychody [mln PLN]	4 174,5	4 378,0	3 501,0	3 188,0	3 122,9	3 328,3
EBITDA [mln PLN]	340,8	354,4	437,0	476,4	565,3	612,9
EBIT [mln PLN]	118,7	117,7	220,4	276,2	360,8	402,9
Wynik netto [mln PLN]	1,5	-11,5	84,3	64,4	116,3	260,3
P/BV	0,7	1,3	1,8	2,8	2,5	2,0
P/E	608,9	-	19,4	39,8	22,0	9,8
EV/EBITDA	6,4	7,5	6,5	8,0	6,9	6,2
EV/EBIT	18,3	22,5	12,9	13,8	10,8	9,4

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. **- zawiera ok. 105 mln PLN kosztów związanych z refinansowaniem długu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

REDUKUJ

(POPRZEDNIO SPRZEDAJ)

WYCENA 43,2 PLN

19 LUTY 2015

Wycena DCF [PLN]	36,9
Wycena porównawcza [PLN]	49,6
Wycena końcowa [PLN]	43,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-11,0%
Koszt kapitału	8,1%
Cena rynkowa [PLN]	48,6
Kapitalizacja [mln PLN]	2 561,2
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	49,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	36,1
Stopa zwrotu za 3 mc	12,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	26,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	53,2%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
ING OFE	9,5%
Pozostali	39,4%

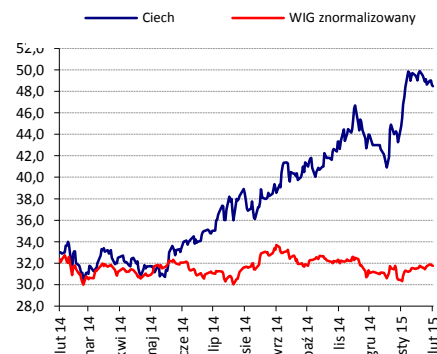
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
BRAK KRÓTKOTERMINOWYCH CZYNNIKÓW WZROSTU	3
RYZIKO NIEUTRZYMANIA MARŻ W DŁUŻSZYM OKRESIE	3
ROZBUDOWA MOCY PRODUKCYJNYCH W TURCJI I W CHINACH.....	5
ZAKUPY AKCJI PRZEZ ZARZĄD	5
REFINANSOWANIE DŁUGU	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
PROGNOZA 4Q'14	12
RYNEK SODY KALCYNOWANEJ	13
OCZEKIWANY ZNACZNY WZROST PODAŻY W LATACH 2015-2019.....	13
TRONOX KUPUJE AKTYWA SODOWE FMC.....	15
NOWA STRATEGIA SPÓŁKI.....	17
KONFERENCJA ZARZĄDU PO WYNIKACH 3Q'14.....	18
STRATEGIA VS ZAŁOŻENIA BDM.....	18
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2014-2016.....	20
ZAŁOŻENIA NA LATA 2014-2024	21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 36,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 49,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 43,2 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	36,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	49,6

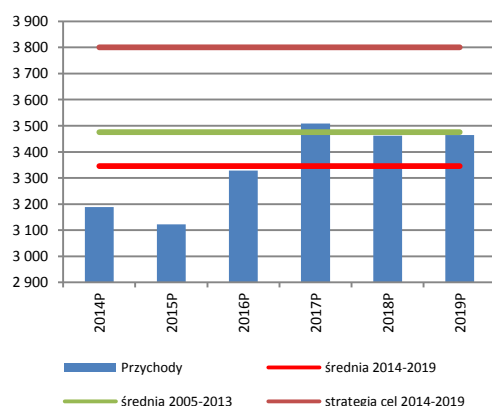
Wycena spółki [PLN] **43,2**

Źródło: BDM S.A.

Brak krótkoterminowych czynników wzrostu

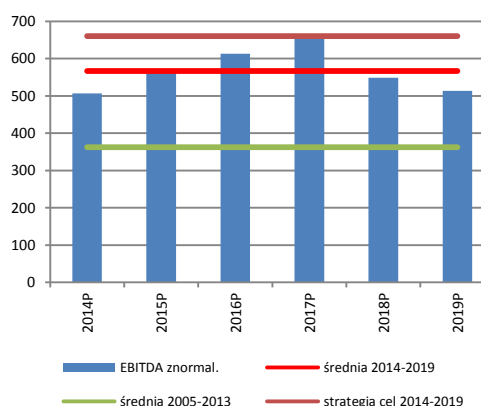
W ostatnim czasie katalizatorem wzrostów było kilka czynników jak: zmiana właściciela spółki, zakupy akcji przez członków zarządu, publikacja nowej strategii, dalsza restrukturyzacja operacyjna czy informacje o opóźnieniu konkurencyjnych projektów inwestycyjnych z Turcji. Obecnie nie dostrzegamy czynników mogących mieć pozytywne przełożenie na kurs w najbliższym czasie. Strategię oceniamy dość optymistycznie, potencjał dalszej poprawy marż jest ograniczony, a bilans na rynku sody będzie mniej korzystny niż do tej pory (brak nowych zamknięć, rozbudowa w Turcji w 2016 i 2018-2019).

Prognozy BDM vs strategia i śr. historyczna [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozy BDM vs strategia i śr. historyczna [mln PLN]



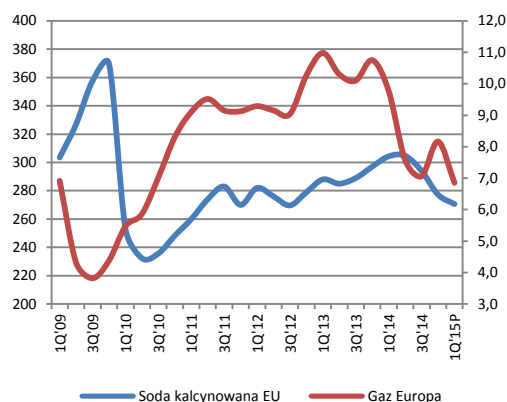
Źródło: BDM S.A., Spółka

Ryzyko nieutrzymania marż w dłuższym okresie

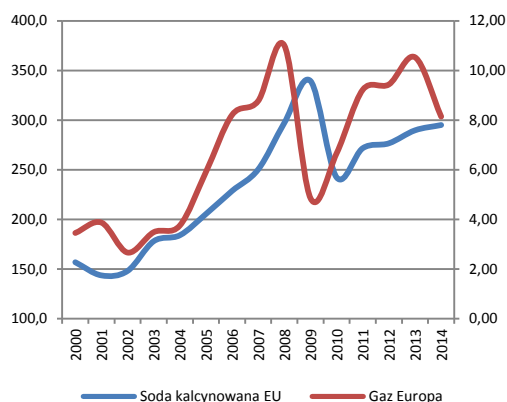
Koniunktura na rynku sodowym trwa już ponad 4 lata. W ostatnim czasie wspierały ją zamknięcia mocy produkcyjnych w Europie (TATA w Winnington, Solvay w Pova), a także wysokie koszty amoniaku przy niskich cenach chlorku amonu, co ograniczyło rozbudowę potencjału produkcyjnego w Chinach (proces Hou). Dodatkowo wzrosty cen były ciągnięte przez wysokie koszty gazu w Europie. Obecnie ceny dominującego surowca w procesie produkcji sody metodą Solvaya są najniższe od 3Q'10, czyli momentu wprowadzania pierwszych podwyżek na rynku sody.

Obecnie segment sodowy Ciechu generuje marże w okolicach 23-25%, co jest poziomem najwyższym od okresu 2008-2009. Oprócz znaczącej zwyżki cen sody z początku 2011 i restrukturyzacji operacyjnej (m.in. zwolnienia w Sodzie Polska i Govorze), spółce sprzyjały spadające ceny węgla (szczyt właśnie w 2011) przy wysokich kosztach gazu dla europejskich producentów (zdecydowane spadki od 1Q/2Q'14).

Ceny sody w EU [USD/t] na tle gazu [USD/MMBTU]



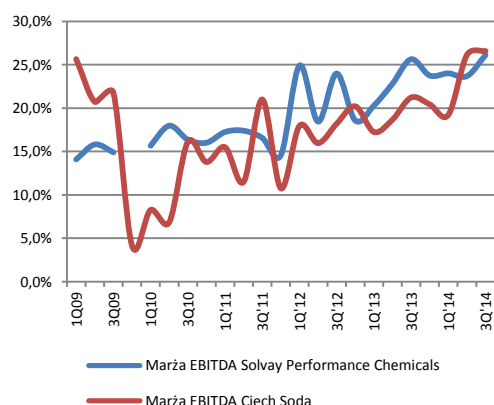
Ceny sody w EU [USD/t] na tle gazu [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. LS- ceny sody, PS- ceny gazu

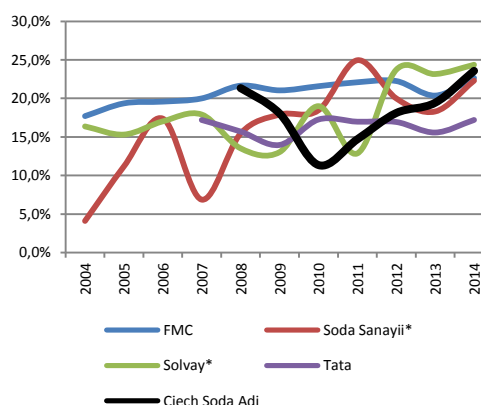
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. LS- ceny sody, PS- ceny gazu

Porównanie marż Solvay PCH vs Ciech



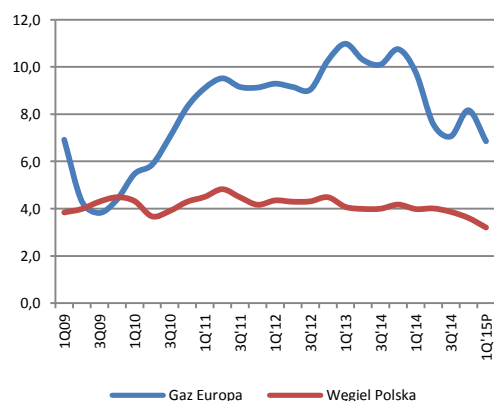
Źródło: BDM S.A., Spółki, Bloomberg. Marża segmentu Performance Chemicals (oprócz sody kalcynowanej soda kaustyczna, EPI, H₂O₂ i AES). Udział sody kalcynowanej w przychodach PCH <50%.

Porównanie marż spółek sodowych 2004-2014



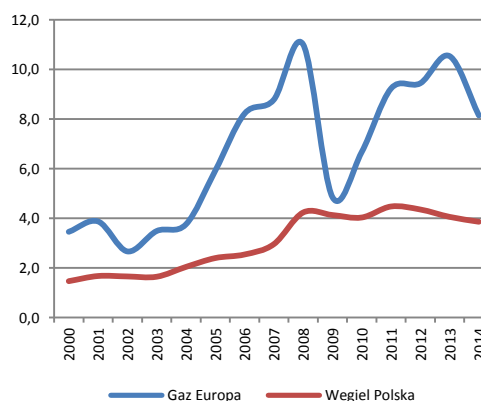
Źródło: BDM S.A., Spółki, Bloomberg. *- 2014LTM, dla Ciech prognoza 2014. Solvay 2004-2011 rzeczywista marża soda kalcynowana, od 2012 roku marża segmentu Performance Chemicals (oprócz sody kalcynowanej soda kaustyczna, EPI, H₂O₂ i AES).

Koszty energii z gazu* i z węgla [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, MG. *- Zeebrugge

Koszty energii z gazu* i z węgla [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, MG. *- Zeebrugge

Rozbudowa mocy produkcyjnych w Turcji i w Chinach

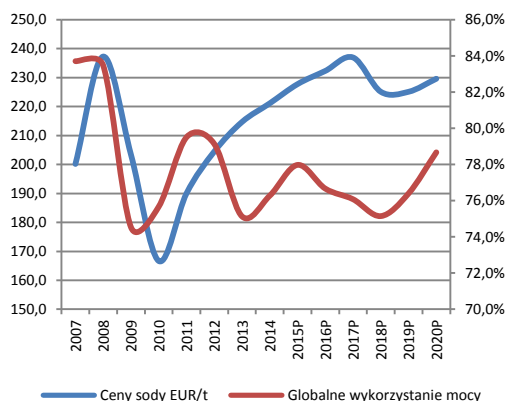
W latach 2015-2016 w Europie moce będzie rozbudowywał tylko Ciech (łącznie 260k, ok. 2% europejskich mocy) i turecka Eti Soda (500k, ok. 4%, projekt przesunięty z 2014 roku). Zdecydowany wzrost mocy produkcyjnych ma nastąpić w latach 2018-2019 (2,5 mln ton Ciner, ok. 14% europejskich mocy), co może zdestabilizować rynek europejski (zakładamy jedynie 5% r/r spadku cen w 2018 i stabilnie w 2019 roku). Szacujemy, że wykorzystanie mocy spadnie znacznie poniżej 80%, czyli do poziomu z lat 2009-2010, kiedy ceny sody spadały po kilkanaście procent rocznie. Koszt produkcji trony z tureckich złóż, przy porównywalnych cenach gazu z Europą, będzie niższy o ok. 40%. W planach jest także rozbudowa potencjału trony w USA i sody syntetycznej w Chinach.

Rozbudowa potencjału produkcyjnego w Europie [mln ton]

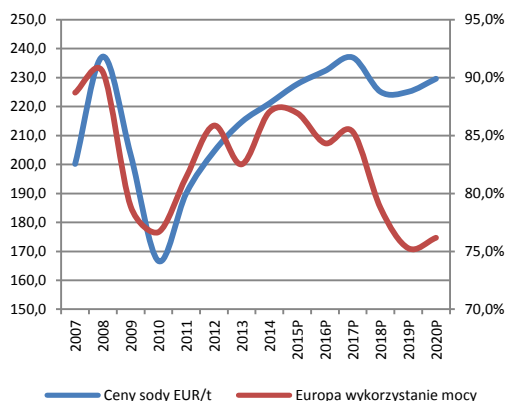
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 2007-204	CAGR 214-2020
Europa	13,5	13,6	14,8	15,9	15,4	15,4	15,5	14,8	14,9	15,6	15,6	17,1	18,1	18,1	1,2%	2,9%
Zachodnia	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,4	9,4	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	-1,5%	0,0%
Śr-Wsch	4,0	4,1	4,1	4,8	4,2	4,2	4,2	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	0,6%	0,9%
Turcja (trona)	0,0	0,0	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,5	2,5	4,0	5,0	5,0	-	14,0%
Wykorzystanie mocy	88,7%	90,5%	78,9%	76,7%	81,4%	85,9%	82,5%	87,0%	86,9%	84,3%	85,3%	78,7%	75,3%	76,2%		
Ceny sody EUR/t	200,2	237,3	203,4	166,7	190,0	204,4	214,7	221,1	227,7	232,3	236,9	225,1	225,1	229,6	-1,0%	0,5%
zmiana r/r	0,0%	18,5%	-14,3%	-18,1%	14,0%	7,6%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	-5,0%	0,0%	2,0%		

Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki

Ceny sody vs globalne wykorzystanie mocy



Ceny sody vs europejskie wykorzystanie mocy



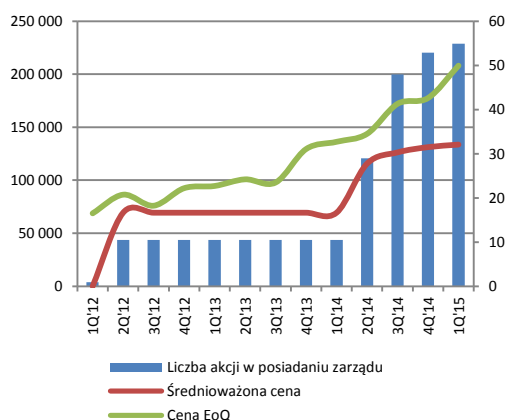
Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki. LS- ceny sody, PS- wykorzystanie mocy

Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki. LS- ceny sody, PS- wykorzystanie mocy

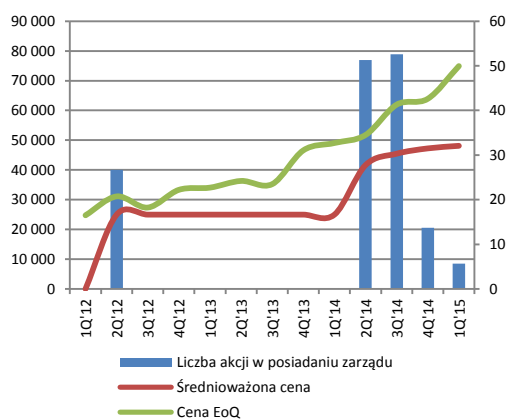
Zakupy akcji przez Zarząd

Liczba akcji w posiadaniu zarządu gwałtownie zwiększyła się po zakupie spółki przez KI Chemisty na początku czerwca'14. W 2Q i 3Q'14 zarząd zakupił blisko 160k akcji o wartości 5,4 mln PLN. W kolejnych miesiącach zakupy były już mniejsze: 20,6k w 4Q'14 (0,9 mln PLN) i 8,5k (0,4 mln PLN) w styczniu'15. Łącznie Zarząd posiada ponad 228k akcji po średnioważonej cenie 32,06 PLN/akcję.

Liczba akcji spółki w posiadaniu zarządu [szt.]



Zmiana q/q liczby akcji spółki w posiadaniu zarządu [szt.]



Źródło: BDM S.A., Spółka. 1Q'15- okres do 17 lutego 2014

Źródło: BDM S.A., Spółka. 1Q'15- okres do 17 lutego 2014

Refinansowanie długu

Zakładamy, że 30 listopada 2015 roku spółka skorzysta z opcji call i zrefinansuje 245 mln EUR obligacji oprocentowanych na 9,5% w skali roku (wyemitowane w 2012). Na ten moment obligacje te wyceniane są na ok. 6,5% i takiego poziomu oczekujemy. Cena wykupu to 107,1%, co przekłada się na ok. 17,5 mln EUR premii (77,7 mln PLN). Zakładamy przy tym ok. 2,5% kosztów aranżacji nowego finansowania (podobnie jak w 2012 roku). Wszystkie koszty zostaną poniesione w 4Q'15. Oszczędności z tytułu tańszego finansowania (6,5% vs 9,5%) to rocznie 7,4 mln EUR, czyli ponad 30 mln PLN.

Wyemitowane obligacje

	waluta	kwota tys.	emisja	zapadalność	cena	kupon	Uwagi
zagraniczne	EUR	245 000	2012-11-21	2019-11-30	100,0	9,5%	
opcja wykupu				2015-11-30	107,1		zakładamy refinansowanie po 6,5%
opcja wykupu				2016-11-30	104,8		
opcja wykupu				2017-11-30	102,4		
opcja wykupu				2018-11-30	100,0		
polskie	PLN	320 000	2012-12-05	2017-12-05	100,0	WIBOR6M+500pb	opcja call 160 mln PLN w 2Q'14

Źródło: BDM S.A., Spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko pogorszenia koniunktury gospodarczej

Chemia jest branżą cykliczną (wrażliwą na zmiany koniunktury gospodarczej), wobec czego zdecydowany spadek popytu w szczególności w budownictwie i przemyśle motoryzacyjnym może przyczynić się do spadku przychodów i marż w segmencie sodowym i organicznym. Soda kalcynowana nie jest jednak typowym surowcem (brak korelacji) i reaguje z opóźnieniem na zawirowania koniunktury (długoterminowe kontrakty). Koniunktura na rynku sodowym trwa już ponad 4 lata. Historycznie takie okresy nie były dłuższe niż 7 lat (szczyt koniunktury w 2017 ?)

▪ Ryzyko umocnienia kursu EUR/PLN

Ciech jest eksporterem (głównie soda kalcynowana, żywice epoksydowe). Spółka posiada długą pozycję w EUR na poziomie ok. 147 mln EUR wobec czego umocnienie PLN o 0,1 PLN ujemnie wpływa na EBIT w wysokości ok. 14,7 mln PLN. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółka zdecydowała się na emisję obligacji zagranicznych denominowanych w EUR (245 mln EUR). Na lata 2015-2016 przyjmujemy dość wysoki kurs EUR/PLN (4,45), co podniosło wyniki spółki. Potem zakładamy lekkie umocnienie złotówki do 4,10 w 2024.

▪ Ryzyko wzrostu cen energii i surowców petrochemicznych

Energia i para wodna stanowi główny składnik kosztów produkcji sody. Dywizja sodowa w Polsce posiada własne elektrociepłownie opalane węglem kamiennym. W Rumunii spółka nabywa energię i parę od zewnętrznych dostawców, a w Niemczech od stycznia 2012 roku dzierżawiła elektrociepłownię gazową, która wcześniej dostarczała energię do fabryki w Strassfurcie (wykup z początkiem 2014 roku). W przypadku dywizji organicznej całość nabywana jest na rynku, a roczne wydatki kształtują się na poziomie ok. 35 mln PLN. Dodatkowo większość zużywanych surowców w dywizji organicznej (m.in. bisfenol, epichlorohydryna, styren, ortokrezol) zależy od zachowania się notowań ropy naftowej.

▪ Ryzyko powstania nowej konkurencji

Na rynku europejskim istnieje ryzyko wzrostu podaży sody tureckiej, pozyskiwanej z naturalnych źródeł (tzw. trony podobnie jak w USA), której koszt produkcji jest ok. 40% niższy od sody syntetycznej. Potwierdzone złoża tego kraju szacuje się na 200 mln ton naturalnej sody. Zważając na niski koszt produkcji, soda turecka mogłaby doprowadzić do destabilizacji europejskiego rynku. Wolumenowo turecka konkurencja może uderzyć przede wszystkim w Govorę (ok. 9% przychodów grupy). W styczniu'13 turecki Kazan Soda Elektrik, spółka zależna Ciner Group i chińskiego TCC, poinformowała o rozbudowie kopalni trony niedaleko Bepazari (otoczenie morza Czarnego) z 2 mln ton do 4,5 mln ton do 2016 roku. Ostatnie informacje wskazują na przesunięcie tego terminu na 2018-2019.

▪ Nowy system handlu emisjami CO2

Od 2013 roku obowiązuje nowy system handlu emisjami. Przemysł sodowy, zagrożony zjawiskiem carbon leakage, będzie miał prawo skorzystać z darmowych alokacji do poziomu wskaźnika emisyjnego z 10% najbardziej efektywnych instalacji sodowych. Zważając na fakt, iż wykorzystują one w większości gaz do wywarzania energii i pary, o emisyjności stanowiącej 40% węgla, oczekujemy konieczności znacznych wydatków na brakujące jednostki EUA. Dodatkowe koszty po 2013 roku przy cenie 7 EUR/t szacujemy na 30-35 mln PLN rocznie (uwzględnione w PKO). Nie zakładamy ETS IV po 2020 roku, co miałoby dalszy negatywny wpływ na wyniki spółki !

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 3Q'14 zadłużenie netto wynosiło 1,1 mld PLN (2,4x EBITDA Adj.). Z uwagi na wysokie oprocentowanie roczne koszty jego obsługi to ponad 120 mln PLN. W 2Q'14 spółka skorzystała z opcji call na 160 mln PLN krajowych obligacji (pozostałe 160 mln PLN do wykupu w grudniu 2017). Na 245 mln EUR obligacji zagranicznych ma opcję call 30 listopada 2015 roku. Z uwagi na znaczne niższe oprocentowanie (wycena na 6,5% wobec 9,5% obecnie) i oszczędności z tego wynikające (7,4 mln EUR rocznie) liczymy, że spółka skorzysta z opcji i zrefinansuje zadłużenie. Zapłaci przy tym ok. 77 mln PLN premii i poniesie 27 mln PLN kosztów aranżacji nowego finansowania (jednorazowo w kosztach finansowych 4Q'15).

Na lata 2015-2016 spółka przewiduje CAPEX rzędu 400 mln PLN rocznie. Oprócz rozbudowy mocy o łącznie 260k ton sody kalcynowanej, w dużej mierze są to nakłady obligatoryjne, związane z dostosowaniem fabryk do nowych norm emisji siarki po 2016 roku. W rezultacie cash flow będzie bliski neutralnego, a zadłużenie nie spadnie. Perspektywa dywidendy pojawi się najwcześniej w 2017 roku.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych 4,0% (poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz $\beta=1,0x$ (poprzednio β lewarowana).

Główne zmiany w założeniach modelu:

- Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku sody w 2015 roku zakładamy ok. 3% r/r podwyżki (ok. 7 EUR/t, poprzednio ok. 2% r/r). Informacje rynkowe wskazywały na 8-14 EUR/t podwyżki (3,6-6,7% r/r). Do 2017 roku oczekujemy ok. 2% r/r wzrostu cen, a w 2018 zakładamy 5% r/r korektę (spadku cen nie było od 2010 roku !) w związku z otwarciem nowych mocy produkcyjnych trony w Turcji przez Ciner (1,5 mln ton w 2018, dodatkowo 1 mln ton w 2019). W 2019 roku oczekujemy stabilizacji i następnie ok. 2% r/r wzrostu cen. Poprzednio przyjmowaliśmy 2% r/r wzrost w całym okresie prognozy;
W przypadku ŚOR spodziewamy się średniorocznie ok. 2% r/r wzrostu cen;
Ceny pozostałych produktów organicznych uzależniamy od notowań ropy naftowej, gdzie prognozy opieramy o aktualną krzywą kontraktów terminowych (średni 61 USD/bb Brent, długoterminowo ok. 79 USD/bbl- poprzednio 100 USD/bbl);
- Spółka informowała o rozbudowie mocy produkcyjnych. Obecnie nowy kalcynator pracuje w Rumunii, co zwiększy moce produkcyjne o 60k ton rocznie (z 400k do 460k ton). Od 2Q'15 dostępne będzie również 60k ton w Sodzie Polska, a kolejne 140k ton od 1Q'16. łącznie moce produkcyjne w Sodzie Polska wzrosną z 1,2 mln ton do 1,4 mln ton od 2016 roku. W ŚOR spółka będzie systematycznie zwiększać wykorzystanie mocy MCPA;
- Efektywnego wzrostu wolumenu sprzedaży sody kalcynowanej w latach 2015-2018 spodziewamy się na poziomie 2-4% r/r, co przekłada się na odpowiednio 50k ton w 2015 (+2,6% r/r), 70k ton w 2016 (+3,5% r/r), 84k w 2017 (+4% r/r) i 42k w 2018 (+1,9% r/r);
Pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych ŚOR oczekujemy również w 2018 roku (+36% vs 2014 rok), co będzie się wiązać z wejściem na nowe rynki sprzedaży, a żywic w 2015 roku;
- Podwyższyliśmy CAPEX na lata 2015-2016 do ok. 400 mln PLN w związku z zapowiedziami spółki (część przesunięta z 2013 i 2014 roku) W kolejnych latach CAPEX będzie kształtował się na ponad 200 mln PLN, czyli poziomie równym amortyzacji. Głównymi inwestycjami jest rozbudowa mocy produkcyjnych sody w Janikowie (łącznie 264 mln PLN, 84 mln PLN pozostało na 2015), zmiana mixu produktowego soli (sól sucha zamiast mokrej- 71 mln PLN całość, ok. 11 mln PLN na 2015), inwestycje w żywice nienasycone (łącznie 63 mln PLN, 32 mln PLN na 2015) czy nakłady środowiskowe związane ze spełnieniem norm emisji tlenków siarki po 2016 roku (300 mln PLN);
- Zakładamy, że 30 listopada 2015 roku spółka skorzysta z opcji call i zrefinansuje 245 mln EUR obligacji oprocentowanych na 9,5% w skali roku (wyemitowane w 2012). Na ten moment obligacje te wyceniane są na ok. 6,5% i takiego poziomu oczekujemy. Cena wykupu to 107,1%, co przekłada się na ok. 17,5 mln EUR premii (77,7 mln PLN). Zakładamy przy tym ok. 2,5% kosztów aranżacji nowego finansowania (podobnie jak w 2012 roku). Oszczędności z tytułu tańszego finansowania (6,5% vs 9,5%) to rocznie 7,4 mln EUR, czyli ponad 30 mln PLN. Poprzednio nie zakładaliśmy refinansowania tego długu;
- Od 2017 roku zakładamy 3% dywidendy (zgodnie ze strategią), czyli ok. 1,47 PLN/akcję (30-40% zysku spółki). Poprzednio nie zakładaliśmy wypłaty;
- Nie spodziewamy się już żadnych większych kosztów jednorazowych (odpisów itp.), choć w bilansie spółka wycenia jeszcze 34 mln PLN pożyczki do upadłej Infrastruktury Kapuściska.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 52 700 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 1% (bez zmian)
- Po obniżeniu zadłużenia i przejęciu kontroli przez KI Chemisty zdecydowaliśmy się przyjąć β na poziomie 1,0x wobec wcześniej β lewarowanej.
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 19 lutego 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,94 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 36,9 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3188,0	3 122,9	3 328,3	3 508,3	3 461,9	3 464,8	3 507,5	3 541,8	3 576,6	3 611,5	3 646,7
EBIT [mln PLN]	276,2	360,8	402,9	431,1	325,3	289,1	290,4	330,1	334,0	337,5	340,7
Stopa podatkowa	37%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	103,2	68,5	76,6	81,9	61,8	54,9	55,2	62,7	63,5	64,1	64,7
NOPLAT [mln PLN]	173,0	292,2	326,4	349,2	263,5	234,2	235,3	267,4	270,5	273,4	276,0
Amortyzacja [mln PLN]	200,2	204,5	210,0	221,2	223,4	224,6	225,4	226,0	226,5	226,8	227,2
CAPEX [mln PLN]	-296,5	-402,9	-396,1	-224,5	-225,0	-225,2	-226,2	-226,7	-227,1	-227,5	-227,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	24,6	21,9	5,1	8,8	21,7	-0,1	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
FCF [mln PLN]	101,4	115,8	145,5	354,7	283,6	233,5	232,4	265,1	268,2	271,0	273,5
DFCF [mln PLN]		108,3	125,6	284,6	211,3	161,4	149,0	157,6	147,0	136,6	126,5
Suma DFCF [mln PLN]		1 608,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 453,4			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 597,3										
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 205,2										
Dług netto [mln PLN]	1 262,0										
Wartość kapitału	1 943,3										
Ilość akcji [mln szt.]	52,7										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,9										

Przychody zmiana r/r	-2,0%	6,6%	5,4%	-1,3%	0,1%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	30,6%	11,7%	7,0%	-24,6%	-11,1%	0,5%	13,7%	1,2%	1,1%	0,9%
FCF zmiana r/r	14,3%	25,6%	143,8%	-20,0%	-17,7%	-0,5%	14,1%	1,2%	1,1%	0,9%
Marża EBITDA	18,1%	18,4%	18,6%	15,8%	14,8%	14,7%	15,7%	15,7%	15,6%	15,6%
Marża EBIT	11,6%	12,1%	12,3%	9,4%	8,3%	8,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Marża NOPLAT	9,4%	9,8%	10,0%	7,6%	6,8%	6,7%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%
CAPEX / Przychody	12,9%	11,9%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	197,0%	188,6%	101,5%	100,7%	100,2%	100,4%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	-0,2%	-0,3%	-0,6%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	33,7%	-2,5%	-4,9%	46,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	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
Premia kredytowa	4,5%	4,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	58,9%	62,2%	67,4%	68,7%	69,8%	70,9%	72,2%	88,4%	92,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	41,1%	37,8%	32,6%	31,3%	30,2%	29,1%	27,8%	11,6%	7,2%	0,0%
WACC	8,1%	8,2%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	8,5%	8,7%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	32,7	35,6	39,1	43,6	49,5	57,5	69,1	87,2	120,0
	0,8	30,3	32,8	35,9	39,7	44,7	51,3	60,6	74,5	97,6
	0,9	28,0	30,3	33,0	36,3	40,5	46,1	53,6	64,5	81,6
	1,0	26,0	28,0	30,3	33,2	36,9	41,5	47,8	56,5	69,6
	1,1	24,1	25,8	27,9	30,5	33,6	37,6	42,8	49,9	60,2
	1,2	22,3	23,9	25,8	28,0	30,7	34,2	38,6	44,4	52,7
	1,3	20,7	22,1	23,8	25,8	28,2	31,1	34,9	39,8	46,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	35,4	38,7	42,8	48,1	55,1	64,9	79,7	104,2	153,4
	4,0%	30,3	32,8	35,9	39,7	44,7	51,3	60,6	74,5	97,6
	5,0%	26,0	28,0	30,3	33,2	36,9	41,5	47,8	56,5	69,6
	6,0%	22,3	23,9	25,8	28,0	30,7	34,2	38,6	44,4	52,7
	7,0%	19,2	20,5	21,9	23,7	25,8	28,4	31,6	35,8	41,3
	8,0%	16,4	17,5	18,7	20,1	21,8	23,7	26,2	29,2	33,1
	9,0%	14,0	14,9	15,9	17,0	18,3	19,9	21,8	24,1	27,0

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	67,8	63,1	58,9	55,1	51,6	48,5	45,6	43,0	40,5
	4,0%	57,6	52,7	48,5	44,7	41,3	38,3	35,5	33,0	30,7
	5,0%	49,5	44,7	40,5	36,9	33,6	30,7	28,2	25,8	23,7
	6,0%	43,0	38,3	34,3	30,7	27,7	24,9	22,5	20,3	18,3
	7,0%	37,6	33,0	29,2	25,8	22,9	20,3	18,0	16,0	14,1
	8,0%	33,0	28,7	24,9	21,8	19,0	16,5	14,4	12,5	10,7
	9,0%	29,2	24,9	21,4	18,3	15,7	13,4	11,4	9,6	7,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach 19 lutego 2015 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50%.

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,61 mld PLN, co odpowiada 49,6 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'15 na poziomie 6,9x, czyli z nieznacznym dyskontem do mediany spółek, ale z premią do największego konkurenta (Solvay).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
SOLVAY	19,5	16,0	13,8	6,6	6,0	5,5	11,5	9,8	8,6
TATA CHEMICALS	-	14,2	11,6	9,6	7,5	6,7	12,7	9,0	7,9
BASF	15,3	15,2	13,9	8,5	8,3	7,7	12,0	11,9	10,9
DOW CHEMICAL	15,4	17,3	14,2	9,6	8,5	7,5	13,4	12,1	10,3
SODA SANAYII	8,6	10,6	9,9	8,0	7,5	6,8	10,6	9,7	9,1
WACKER CHEMIE	-	-	21,5	8,8	6,7	5,8	-	19,0	14,7
BAYER	20,7	18,1	15,8	13,5	11,7	10,4	19,3	16,8	14,6
TRONOX*	-	-	-	11,1	7,1	5,7	-	19,7	11,7
MEDIANA	15,4	15,6	13,9	9,2	7,5	6,7	12,3	12,0	10,6
CIECH	39,8	22,0	9,8	8,0	6,9	6,2	13,8	10,8	9,4
Premia/dyskonto do spółki	157,8%	41,2%	-29,1%	-12,7%	-8,1%	-8,1%	12,3%	-10,2%	-11,3%
Wycena wg wskaźnika	18,9	34,4	68,5	59,2	55,1	54,9	40,7	57,0	57,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		40,6			56,4			51,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	49,6								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.02.2015. *- Tronox w lutym, '15 zakupił aktywa sodowe FMC

Porównanie mnożników do polskich spółek chemicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
PCC ROKITA	11,7	10,6	7,7	8,4	7,4	6,0	13,1	11,3	8,5
GRUPA AZOTY	30,8	16,6	11,2	9,1	6,3	4,8	23,9	11,5	8,0
ZA PUŁAWY	12,3	7,3	7,0	6,1	3,7	3,5	9,8	4,9	4,6
ZCH POLICE	33,5	11,4	7,6	11,8	6,5	4,9	30,2	9,7	6,7
SYNTHOS	15,4	11,3	8,7	10,4	8,3	6,9	13,6	10,5	8,4
MEDIANA	15,4	11,3	7,7	9,1	6,5	4,9	13,6	10,5	8,0
CIECH	39,8	22,0	9,8	8,0	6,9	6,2	13,8	10,8	9,4
Premia/dyskonto	158%	95%	28%	-12%	6%	28%	2%	2%	18%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.02.2015.

PROGNOZA 4Q'14

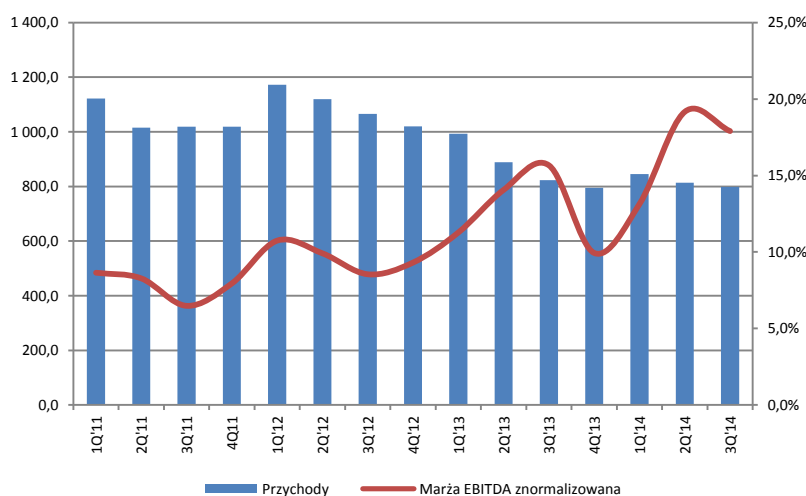
W 4Q'14 sprzyjały ceny i marże w segmencie sodowym. Średnie ceny sody kalcynowanej były wyższe o ok. 3% r/r (w EUR) tymczasem ceny węgla spadły o ok. 5% r/r. Pomagała też słabnąca złotówka. Problemem mogą być wolumeny, bo 4Q'13 był bardzo mocny pod tym względem (spółka wyprzedawała zapasy). Za 4Q'14 dane GUS o produkcji sugerują spadek o ok. 5% r/r i tego się spodziewamy. Niemniej marża powinna być wyższa r/r. Oczekujemy ok. 109 mln PLN EBITDA segmentu wobec 81,7 mln PLN przed rokiem i 126,3 mln PLN w 3Q'14 (mniejszy wolumen). W Organice również oczekujemy poprawy marży dzięki niższym cenom petrochemikaliów i kwasu octowego (ŚOR). Przeszkadzać mogły wysokie ceny polioli wykorzystywane w produkcji pianek PUR. Niemniej oczekujemy EBITDA w okolicach 0 wobec straty ponad 5 mln PLN rok temu (oczyszczony wynik). W 4Q'13 na wyniki wpłynął szereg zdarzeń jednorazowych (ponad 50 mln PLN). Teraz też mogą się one pojawić, czego nie zakładamy. W biznesie krzemianowym nie spodziewamy się większych zmian. Od 2015 roku spółka nie będzie realizować sprzedaży z obrotu siarką (blisko 200 mln PLN rocznej sprzedaży) z uwagi na brak dostawcy. Reasumując, oczekujemy ok. 97 mln PLN EBITDA. W kosztach finansowych kalkulujemy ok. 30 mln PLN odsetek i 8 mln PLN ujemnych różnic kursowych. W rezultacie zysk netto powinien sięgnąć ok. 8 mln PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2014

	4Q'13	4Q'14P	zmiana r/r	2013	2014P	zmiana r/r	2015P	zmiana r/r
Przychody	795,1	730,3	-8,2%	3 501,0	3 188,0	-8,9%	3 122,9	-2,0%
Wynik brutto na sprzedaż	133,2	159,2	19,5%	607,3	703,7	15,9%	753,5	7,1%
EBITDA	22,0	97,0	340,6%	356,3	476,4	33,7%	565,3	18,7%
EBITDA Adj.	79,0	97,0	22,8%	445,0	507,0	13,9%	565,3	11,5%
EBIT	-36,1	47,1	-	139,7	276,2	97,7%	360,8	30,6%
Zysk brutto	-66,6	10,2	-	-6,2	100,4	-	143,6	43,0%
Zysk netto	-18,7	8,2	-	49,4	64,4	30,1%	116,3	80,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	21,8%		17,3%	22,1%		24,1%	
Marża EBITDA	9,9%	13,3%		12,7%	15,9%		18,1%	
Marża EBIT	-4,5%	6,4%		4,0%	8,7%		11,6%	
Marża zysku netto	-2,4%	1,1%		1,4%	2,0%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe 2011-3Q'14 [mln PLN]



Spadek przychodów w okresie 2011-2014 wynika z zaprzestania działalności Zachem i sprzedaż Alwerni. Spółka jednak konsekwentnie poprawia marżę, głównie dzięki sprzyjającemu otoczeniu w biznesie sodowym. Celem spółki w strategii jest utrzymanie 17% marży EBITDA.

Źródło: DM BDM, spółka. LS- przychody, PS- marża EBITDA

RYNEK SODY KALCYNOWANEJ

Oczekiwany znaczny wzrost podaży w latach 2015-2019

W latach 2007-2014 największy wzrost mocy produkcyjnych notowano w Chinach (CAGR 7,1%), co wypierało amerykańskich producentów trony z rynków azjatyckich i kierowało do Europy. Po redukcji podatku eksportowego i przy wyższych kosztach chińskich firm (ok. 50% mocy opartych o proces „Hou”, gdzie kluczowe znaczenie ma koszt amoniaku i cena chlorku amonu jako produktu ubocznego) Amerykanie odzyskali konkurencyjność i zaczęli rozbudowywać moce (FMC, Solvay). W 2009 roku eksploatację trony rozpoczęli również Turcy. Większość z ok. 2 mln ton sody (dodatkowo 1,25 mln ton syntetycznej z Soda Sanayji) trafia bezpośrednio do Europy, co było przyczyną redukcji mocy produkcyjnych (Solvay Povia - 0,23 mln ton i TATA Winnington 0,56 mln ton w 1Q'14) i poprawiło bilans europejskiego rynku (wzrost średniego wykorzystania mocy z 83% do 87%).

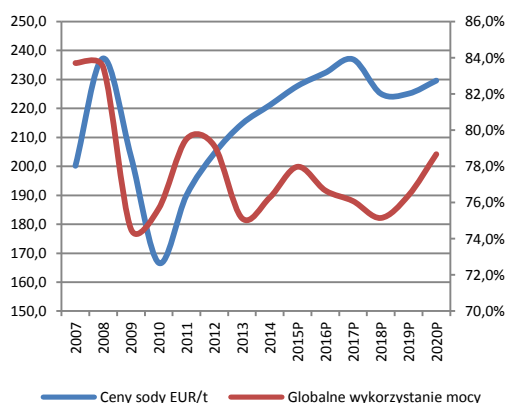
W najbliższych latach moce w Europie zwiększy Ciech (Govora +60k t i Soda Polska +60k t od 1Q'15 i kolejne 140k t w Polsce od 1Q'16). Największym zagrożeniem będzie dalsza rozbudowa mocy w Turcji. W 2H'16 zakończy się projekt 500k t Eti Soda (przesunięty, pierwotnie 2012 rok, potem 2014/2015), a w latach 2018-2019 (pierwotnie termin 2014 rok) mają zostać oddane nowe moce Ciner Group (m.in. właściciel Eti Soda).

Zwiększenie mocy produkcyjnych w Turcji może zdestabilizować szczególnie rynek europejski. Przy wzroście konsumpcji sody w średnim tempie o 1,1% rocznie (+0,5% EU, +1,5% Europe Śr-Wsch, +2,5% Turcja, w latach 2007-2014 średni wzrost 1,2% r/r) wykorzystanie mocy produkcyjnych spadnie poniżej 80% w latach 2018-2019 czyli do poziomu najniższego od 2009-2010, kiedy ceny sody spadały po kilkanaście procent rocznie. W modelu zakładamy ok. 5% r/r obniżkę w 2018 roku (1 etap Ciner 1,5 mln ton) i brak wzrostu w 2019 roku (2 etap Ciner 1 mln ton). Obniżki cen będzie wspierał niższy koszt gazu ziemnego, dominującego surowca w europejskich fabrykach.

Zużycie energii na tonę wyprodukowanej sody jest o ok. 40% niższe w przypadku trony niż sody wyprodukowanej dominującą metodą Solvaya (45% mocy) i Hou (25%). Dodatkowo konkurencyjność amerykańskich producentów podnosi niższa cena energii (gaz HH połowę tańszy niż w Europie). Koszty producentów tureckich są ok. 30-40% niższe niż w Europie.

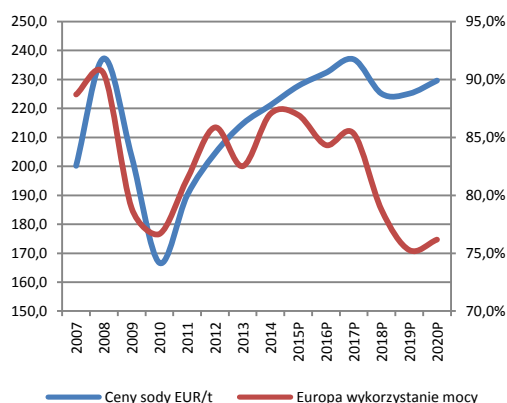
W latach 2009-2013 europejscy producenci sody metodą Solvaya, których energetyka w większości oparta jest na gazie, cierpieli wskutek wysokich kosztów surowca. Przy spadających od 2011 roku cenach węgla pozwoliło to na odzyskanie konkurencyjności przez polskie zakłady Ciech. Obecnie ceny gazu są najniższe od 2010 roku, a wg prognoz nie należy oczekiwać ich istotnego wzrostu (niskie ceny ropy, większa podaż LNG).

Ceny sody vs globalne wykorzystanie mocy



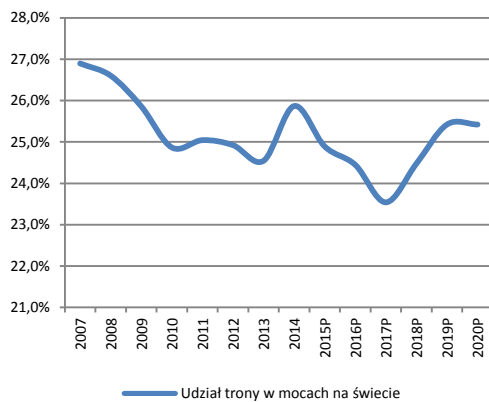
Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki. LS- ceny sody, PS- wykorzystanie mocy

Ceny sody vs europejskie wykorzystanie mocy



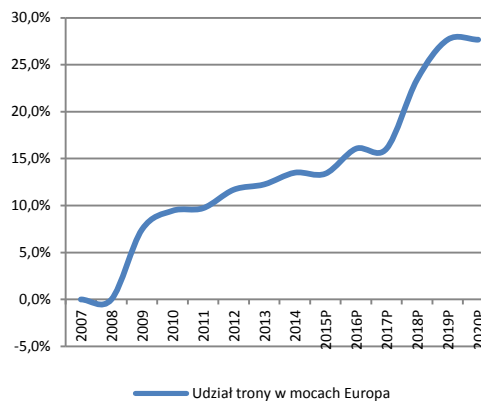
Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki. LS- ceny sody, PS- wykorzystanie mocy

Udział mocy produkcyjnych sody naturalnej na świecie



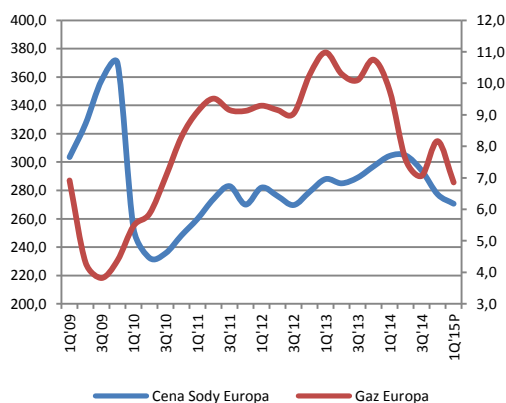
Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki.

Udział mocy produkcyjnych sody naturalnej w Europie



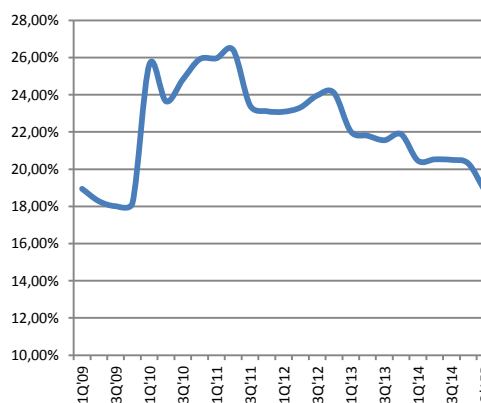
Źródło: DM BDM, Bloomberg, USGS, Spółki.

Ceny sody na tle cen gazu w Europie



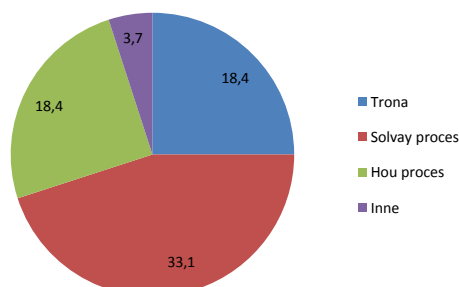
Źródło: DM BDM, Bloomberg. LS- ceny sody USD/t, PS- ceny gazu Zeebrugge USD/MMBTU

Udział kosztów energii w cenie sody Europa



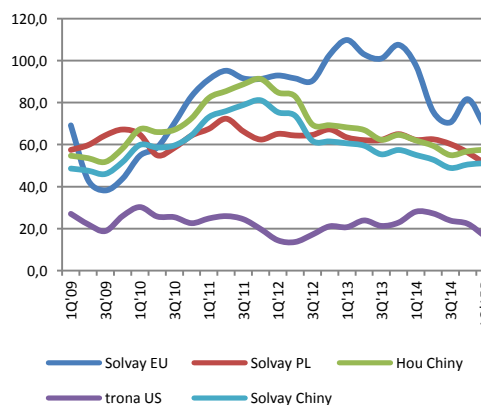
Źródło: DM BDM, Bloomberg.

Moc produkcyjna sody ze względu na metodę [mln t]



Źródło: DM BDM, OCI Resources. Dane za 2014. Trona- soda naturalna.

Koszty energii dla różnych metod produkcji sody



Źródło: DM BDM, Bloomberg, ANSAC. Trona- soda naturalna.

Główne założenia dla rynku sody kalcynowanej na świecie [mln ton]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 2007-204	CAGR 214-2020
Max moce	53,8	55,1	59,2	62,8	64,5	66,8	68,3	67,7	69,5	72,8	75,6	78,8	79,8	79,8	3,0%	2,4%
naturalna	14,5	14,7	15,3	15,6	16,2	16,7	16,8	17,5	17,3	17,8	17,8	19,3	20,3	20,3	2,6%	2,1%
USA	13,9	13,9	13,4	13,4	13,9	13,9	13,9	14,5	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	0,6%	0,1%
FMC/Tronox	3,7	3,7	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	2,2%	0,0%
Solvay	3,0	2,5	2,1	2,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	0,0%	0,8%
OCI	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	0,0%	0,0%
TATA	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	0,0%	0,0%
Searles	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0%	0,0%
Turcja	0,0	0,0	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,5	2,5	4,0	5,0	5,0	-	14,0%
ETI Soda	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-	5,5%
Ciner Kazan	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	2,5	2,5	-	-
inne	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	-	0,0%
pozostałe	0,6	0,8	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,2%	-6,2%
syntetyczna	39,3	40,5	43,9	47,2	48,4	50,2	51,5	50,2	52,2	55,0	57,8	59,5	59,5	59,5	3,1%	2,5%
Chiny	18,0	19,2	22,0	24,3	26,8	29,3	30,9	30,9	32,8	35,5	38,3	40,0	40,0	40,0	7,1%	3,8%
Europa Zachodnia	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,4	9,4	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	-1,5%	0,0%
Sodawerk	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0%	0,0%
Solvay	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	-0,8%	0,0%
Europa Śr-Wsch	4,0	4,1	4,1	4,8	4,2	4,2	4,2	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	0,6%	0,9%
Ciech PL	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	0,0%	2,2%
Ciech RO	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0%	2,0%
Solvay Bułgaria	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0%	0,0%
Azja Pd-Wsch	3,9	4,0	4,5	4,5	4,3	4,4	4,3	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	0,1%	0,0%
pozostałe	3,9	3,7	3,7	3,9	3,4	2,9	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	-5,8%	0,0%
Wykorzystanie mocy	83,7%	83,5%	74,5%	75,7%	79,5%	79,1%	75,1%	76,3%	78,0%	76,7%	76,1%	75,1%	76,4%	78,7%	-1,3%	0,4%
Europa	13,5	13,6	14,8	15,9	15,4	15,4	15,5	14,8	14,9	15,6	15,6	17,1	18,1	18,1	1,2%	2,9%
Zachodnia	9,5	9,5	9,6	9,6	9,7	9,4	9,4	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	-1,5%	0,0%
Śr-Wsch	4,0	4,1	4,1	4,8	4,2	4,2	4,2	4,2	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	0,6%	0,9%
Turcja (trona)	0,0	0,0	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,5	2,5	4,0	5,0	5,0	-	14,0%
Wykorzystanie mocy	88,7%	90,5%	78,9%	76,7%	81,4%	85,9%	82,5%	87,0%	86,9%	84,3%	85,3%	78,7%	75,3%	76,2%	-	-
Ceny sody EUR/t	200,2	237,3	203,4	166,7	190,0	204,4	214,7	221,1	227,7	232,3	236,9	225,1	225,1	229,6	-1,0%	0,5%
zmiana r/r	0,0%	18,5%	-14,3%	-18,1%	14,0%	7,6%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	-5,0%	0,0%	2,0%	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., USGS, Spółki sodowe

Tronox kupuje aktywa sodowe FMC

Dnia 3 lutego 2015 roku Tronox, producent gł. bieli tytanowej, poinformował o nabyciu aktywów sodowych FMC za 1,64 mld USD w gotówce. Amerykański producent trony zdecydował się na sprzedaż swojego biznesu po zakupie we wrześniu 2014 roku duńskiej firmy produkującej środki ochrony roślin Cheminova za 1,8 mld USD (implikowana EV/EBITDA LTM ok. 11x)

FMC produkuje sodę kalcynowaną w dwóch lokalizacjach w amerykańskim stanie Wyoming, największym rezerwarze sody naturalnej na świecie (tzw. trony). Soda pozyskiwana jest metodą odkrywkową, przez co koszty produkcji są o ok. 40% niższe niż w przypadku sody syntetycznej produkowanej metodą Solvaya jak w Ciechu. Rocznie produkcja przekracza 4 mln ton trony, a łączne moce produkcyjne ok. 4,3 mln ton.

W 2014 roku szacujemy, że część sodowa FMC wypracowała ok. 768 mln USD przychodów ze sprzedaży i ponad 170 mln USD EBITDA (segment FMC Minerals oprócz sody kalcynowanej obejmuje jeszcze produkcję związków litu o rocznych przychodach 230-270 mln USD i EBIT 15-25 mln USD). Cena 1,64 mld USD implikuje EV/EBITDA'14 na wysokim poziomie 9,4x, co Tronox argumentował efektami synergii na poziomie 40-60 mln USD rocznie. Deklarowany przez zarząd wskaźnik EV/EBITDA to 7,2x (po efektach synergii poniżej 7,0x), co i tak oznacza premię do bieżącej wyceny Ciech. W przypadku EV/produkcja i EV/moce produkcyjne wskaźniki 410-380 USD/t oznaczają dyskonto.

Wybrane dane FMC Soda i wskaźniki wyceny [mln USD]

	FMC Soda 2014*	Ciech Soda 3Q'14 LTM	Uwagi
Przychody	767,9	635,5	
EBIT	142,0	96,6	EBIT raport. Ciech 86,5 mln USD
EBITDA	174,0	146,8	EBITDA raport. Ciech 137 mln USD
Marża EBIT	18,5%	15,2%	
Marża EBITDA	22,7%	23,1%	
Produkcja [mln ton]	4,00	1,98	
Max moce produkcyjne [mln ton]	4,30	2,32	moce od 1Q'15, od 1Q'16 2,46 mln ton
Cena sprzedaży EV [mln USD]	1 640,0		

	Wskaźniki	Teoretyczna wycena	Udział w obecnym EV Ciech
EV/EBITDA	9,4	1 383,8	136,8%
EV/EBITDA deklarowana**	7,2	1 056,7	104,4%
EV/Sprzedaż	2,1	1 357,2	134,1%
EV/produkcja [USD/t]	410	812,6	80,3%
EV/max moce [USD/t]	381	884,8	87,4%

Źródło: BDM S.A., FMC Corp., Tronox Ltd., Ciech. *- dane szacunkowe, ** - wg. zarządu Tronox 3-letnia średnia, po efektach synergii <7x. *** kapitalizacja na dzień sporządzenia raportu, dług netto 3Q'14 i kurs USD/PLN 3,65

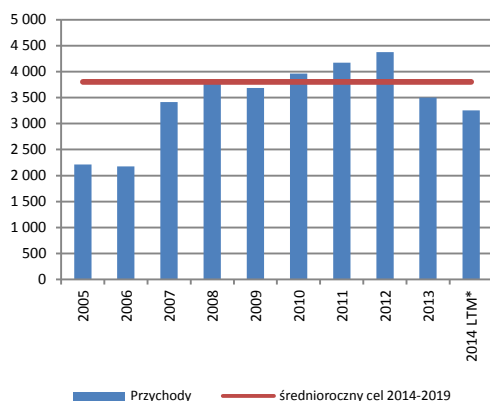
NOWA STRATEGIA SPÓŁKI

W listopadzie 2014 roku RN podjęła uchwałę zatwierdzającą przedstawioną przez Zarząd strategię spółki na lata 2014-2019. Celem strategicznym jest maksymalizacja wartości grupy głównie przez rozwój w segmencie sodowym. Strategia zakłada osiągnięcie następujących celów finansowych (2014-2019):

- średnioroczne przychody ze sprzedaży ok. 3,8 mld PLN;
- średnioroczna EBITDA znormalizowana ok. 660 mln PLN;
- średnioroczna marża EBITDA znormalizowana 17%;
- spadek wskaźnika DN/EBITDA poniżej 1,0x w 2019 roku;
- średnioroczna stopa dywidendy na poziomie 3%.

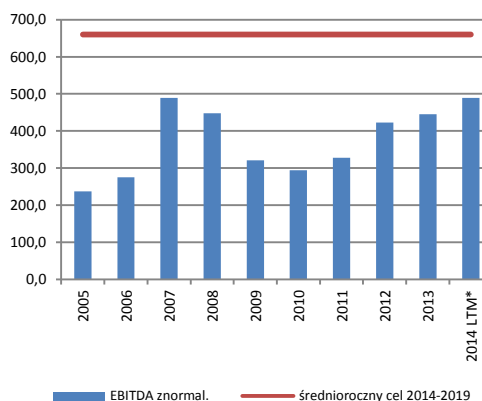
Cele mają zostać osiągnięte dzięki wzmocnieniu pozycji lidera w segmencie sodowym (nowi klienci), wzrostowi skali działalności (poprawa wykorzystania mocy produkcyjnych, odsezonowanie sprzedaży wskutek wejścia na nowe rynki geograficzne) i rozwoju przetworzonych produktów w segmencie organicznym (dział R&D w Sarzynie), a także realizacji niezbędnych inwestycji w segmencie krzemianowym.

Przychody vs średnioroczny cel w strategii [mln PLN]



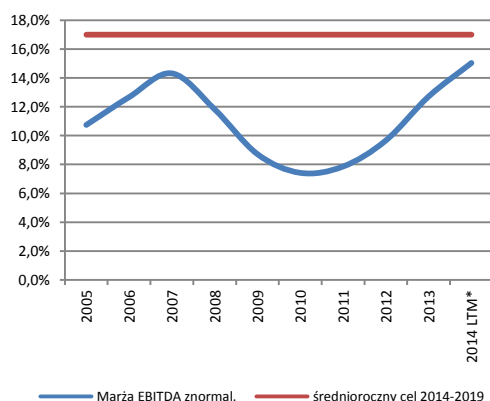
Źródło: DM BDM S.A., spółka. * po 3Q'14

EBITDA vs średnioroczny cel w strategii [mln PLN]



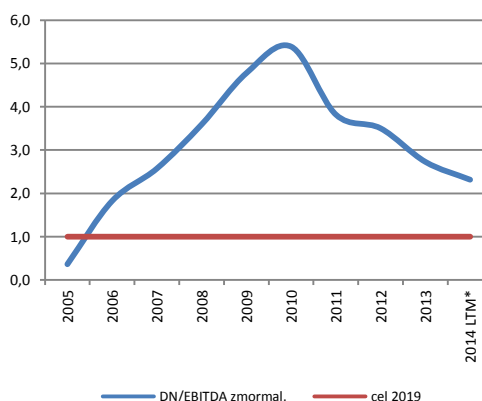
Źródło: DM BDM S.A., spółka. * po 3Q'14

Marża EBITDA vs średnioroczny cel w strategii



Źródło: DM BDM S.A., spółka. * po 3Q'14

DN/EBITDA vs cel w strategii 2019 rok



Źródło: DM BDM S.A., spółka. * po 3Q'14

Konferencja zarządu po wynikach 3Q'14

Na konferencji po wynikach 3Q'14 zarząd przedstawił więcej szczegółów dotyczących strategii 2014-2019. Szczyt wyników spółka zakłada w 2017 roku, potem oczekuje obniżki cen sody w związku z otwarciem nowych mocy produkcyjnych w Turcji (2018 rok). Mimo bardzo wysokich marż w segmencie sodowym (ponad 26%) spółka widzi potencjał do ich poprawy. Popyt na sodę kalcynowaną jest, podaż jest dość ograniczona (zamknięcia TATA, Solvay). Wg zarządu spółka jest liderem kosztowym w Europie jeśli chodzi o produkcję sody. Spółka przedstawiła też główne czynniki odpowiadające za wzrost EBITDA do średniorocznego poziomu 660 mln PLN. Jest to głównie:

- optymalizacja kosztów węgla i gazu (+40 mln PLN);
- rozbudowa mocy produkcyjnych w Janikowie o 200k ton z początkiem 2016 (+40 mln PLN) i w Górze o 60k ton od stycznia'15 (kilka mln PLN);
- wzrost sprzedaży sody kalcynowanej (+35 mln PLN);
- poprawa wolumenów i efektywności produkcji w Sarzynie (+35 mln PLN);

Wg zarządu Sarzyna ma największy potencjał do poprawy wyników. W szczycie sezonu wykorzystuje moce na poziomie 70%, a średniorocznie ok. 30% (celem spółki jest odsezonowanie sprzedaży wskutek wejścia na nowe rynki geograficzne). Wg zarządu strategia jest konserwatywna, a spółka jest elastyczna w osiąganiu jej celów. Największym zagrożeniem jest rozbudowa mocy produkcyjnych w Turcji (dopiero 2018 rok) i kryzys rosyjski.

Strategia vs założenia BDM

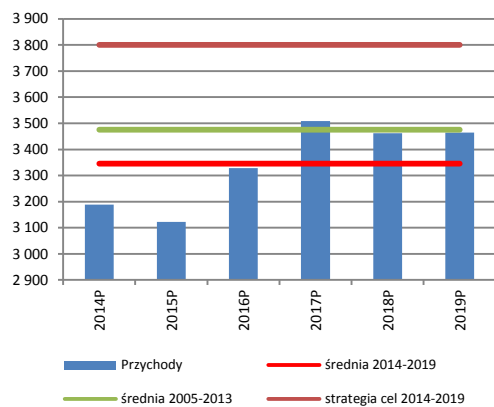
Nasze średnie założenia na lata 2014-2019 są niższe niż w strategii spółki o ok. 12% na poziomie przychodów i 14% EBITDA (znormalizowana ok. 570 mln PLN vs 660 mln PLN w strategii). Niższa sprzedaż wynika głównie z braku od 2015 roku ok. 200 mln PLN z obrotu siarką. Z drugiej strony średnie przychody 2014-2019 odpowiadają średniej 2005-2013, a średni poziom EBITDA jest wyższy o ok. 56%. Poziom marży EBITDA jest zgodny ze strategią spółki (ok. 17%). Zakładamy przy tym 3% dywidendy począwszy od 2017 roku (lata 2015-2016 to CAPEX rzędu 400 mln PLN rocznie, potem ponad 200 mln PLN, czyli na poziomie amortyzacji). Relacja długu netto do EBITDA na koniec 2019 roku to 1,5x wobec poniżej 1,0x określonej w strategii.

Zakładamy, że szczyt wyników spółka osiągnie w 2017 roku (podobnie jak spółka w strategii), a rok później oczekujemy negatywnego wpływu na ceny sody kalcynowanej oddanie pierwszego etapu tureckiej inwestycji Ciner (1,5 mln ton, 8,7% europejskich mocy produkcyjnych). W segmencie organicznym oczekujemy stabilnego wzrostu wyników średniorocznie o ok. 4% EBITDA do ok. 90 mln PLN (w strategii spółka zakłada ok. 100 mln EBITDA). Wzrost będzie wynikał z lepszego wykorzystania mocy produkcyjnych ŚOR (odsezonowanie sprzedaży) i poprawy efektywności (blisko 13% marży EBITDA vs 10% obecnie).

W 2018 roku w związku z nowymi mocami z Turcji oczekujemy ok. 5% spadku cen sody kalcynowanej, co nie jest założeniem agresywnym, zważając na fakt, że 1,5 mln ton dodatkowej podaży to blisko 9% europejskich mocy produkcyjnych, przez co ich średnie wykorzystanie spadnie do poziomu w latach 2009-2010 (grubo poniżej 80%). Wówczas ceny sody spadały przez dwa lata po kilkanaście procent rocznie, ale było to w reakcji na kryzys finansowy 2009. W swoich prognozach, nie zakładamy podobnego szoku popytowego, a jedynie oczekujemy korekty cen w związku z wyższą podażą, co jest podejściem dość optymistycznym. Kolejne 1 mln ton podaży spodziewane jest w 2019 roku (nie zakładamy dalszego spadku cen sody).

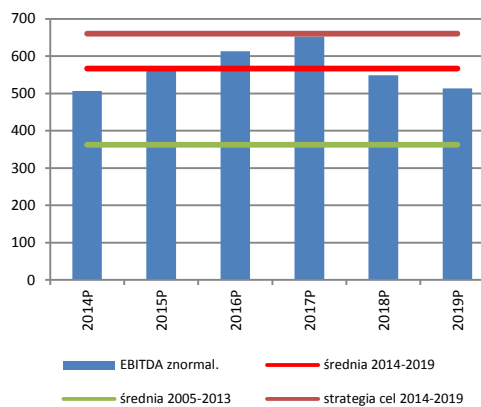
Po uruchomieniu nowych mocy sody kalcynowanej w Turcji oczekujemy, że marża EBITDA segmentu spadnie z blisko 26% w 2017 roku (obecnie niecałe 23%) do 20-21%. Najbardziej ucierpi Górze, gdzie w optymistycznym scenariuszu EBITDA spadnie do poziomu "break even". Marża w Sodzie Polska spadnie z rekordowych 34-35% do poniżej 30%, co i tak jest poziomem bardzo wysokim (amerykańscy producenci trony ok. 25% marży) i trudno oczekiwać jego utrzymania. Nie zakładamy przy tym kontynuacji systemu handlu emisjami CO2 (ETS IV) z uwagi na brak przepisów po 2020 roku, co zdejmuje ze spółki przynajmniej 35 mln PLN kosztów (przy 7 EUR/EUA).

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



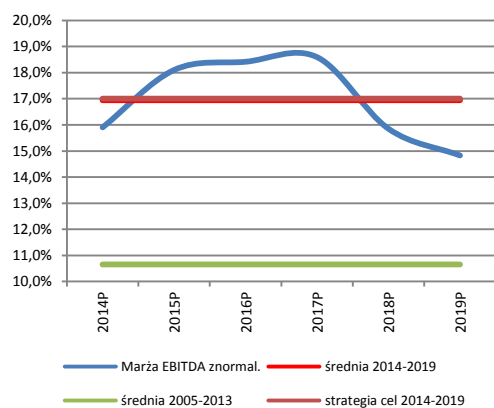
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



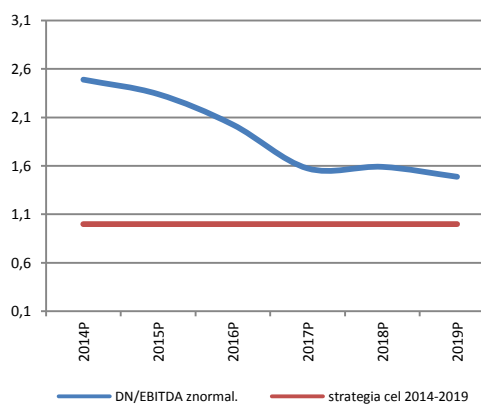
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

Marża EBITDA BDM vs cel w strategii



Źródło: DM BDM S.A., spółka.

DN/EBITDA BDM vs cel w strategii



Źródło: DM BDM S.A., spółka.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2014-2016

W porównaniu z poprzednim raportem z lutego'14 w latach 2014-2016 oczekujemy wyższej o 20-30% EBITDA grupy wynikającej z lepszego otoczenia biznesowego na rynku sody (podwyżki cen przy niższym koszcie węgla), wzrostu potencjału produkcyjnego (poprzednio nie zakładaliśmy rozbudowy mocy w Górzach), korzystniejszych kursów walutowych (EUR/PLN 4,45 w latach 2015-2016) i działań restrukturyzacyjnych w spółce (m.in. redukcja zatrudnienia). W okresie 2-3Q'14 spółka zanotowała w tym segmencie bardzo wysoką marżę EBITDA (ponad 26%), a otoczenie powinno sprzyjać jeszcze w latach 2015-2017, kiedy spodziewamy się szczytu wyników. Spadku marż spodziewamy się od 2018 roku, kiedy zostaną otwarte nowe moce trony w Turcji. Z drugiej strony obniżyliśmy wyniki w części organicznej wskutek znacznie niższych cen i marż na żywicach (spadek cen ropy o 50% r/r) i niższego wolumenu ŚOR (stopniowa, aczkolwiek wolniejsza poprawa). Korekta przychodów w segmencie krzemianowym wynika z braku obrotu siarka z uwagi na utratę kluczowego dostawcy (Siarkopol przejęty przez Grupę Azoty). Na poziomie netto w latach 2015-2016 poprawa wynika z mniejszych kosztów finansowych w związku z realizacją opcji call dla 245 mln EUR obligacji i refinansowaniem zadłużenia (30 listopad 2015, 7,4 mln EUR oszczędności). W 4Q'15 w związku z tym wynik zostanie jeszcze obciążony premią za realizację opcji (17,5 mln EUR, ok. 77 mln PLN) i kosztami aranżacji nowego finansowania (2,5% kwoty czyli ok. 27 mln PLN).

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	poprzednio	aktualnie	zmiana	poprzednio	aktualnie	zmiana	poprzednio	aktualnie	zmiana
Przychody	3 221	3 179	-1%	3 394	3 123	-8%	3 383	3 328	-2%
segment sodowy	1 903	1 964	3%	2 032	2 139	5%	2 026	2 274	12%
segment organiczny	895	785	-12%	939	743	-21%	934	809	-13%
segment Agro-Krzem	350	356	2%	350	166	-53%	350	171	-51%
Zysk brutto ze sprzedaży	589	704	19%	663	753	14%	662	814	23%
segment sodowy	377	512	36%	427	602	41%	419	671	60%
segment organiczny	117	140	19%	139	101	-28%	145	95	-35%
segment Agro-Krzem	84	69	-18%	84	42	-50%	84	44	-47%
EBITDA	414	476	15%	475	565	19%	475	613	29%
segment sodowy	361	448	24%	403	525	30%	398	585	47%
segment organiczny	83	60	-28%	102	79	-23%	108	71	-35%
segment Agro-Krzem	28	30	7%	28	23	-18%	28	25	-12%
EBIT	195	276	41%	257	361	40%	254	403	59%
segment sodowy	197	296	50%	239	369	55%	231	425	84%
segment organiczny	45	27	-40%	64	46	-29%	70	36	-48%
segment Agro-Krzem	16	18	13%	16	11	-32%	16	12	-22%
Zysk netto	52	64	24%	102	116	14%	123	260	112%

Źródło: BDM S.A.

ZAŁOŻENIA NA LATA 2014-2024

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	1 953	1 968	2 018	2 088	2 172	2 214	2 214	2 214	2 214	2 214	2 214	2 214
Polska	1 054	1 067	1 096	1 148	1 218	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260	1 260
Niemcy	539	541	540	540	540	540	540	540	540	540	540	540
Rumunia	360	360	382	400	414	414	414	414	414	414	414	414
Żywiec	27	25	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Środki ochrony roślin	9	11	11	12	13	14	14	14	14	14	14	14
Kwas fosforowy	45	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nawozy Alwernia	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krzemiany	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97
Produkty szklane	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Zmiana r/r												
Soda	-5,3%	0,7%	2,6%	3,5%	4,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	-5,5%	1,2%	2,8%	4,7%	6,1%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niemcy	-1,8%	0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumunia	-9,5%	0,0%	6,1%	4,8%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec	-5,2%	-10,3%	28,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Środki ochrony roślin	-9,9%	22,5%	4,7%	8,1%	10,0%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kwas fosforowy	-3,2%	-100,0%										
Nawozy Alwernia	-4,8%	-100,0%										
Krzemiany	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Soda kalcynowana [EUR/t]	215	221	228	232	237	225	225	230	234	239	244	249
EPI [EUR/t]	1 195	1 293	887	997	1 049	1 086	1 116	1 139	1 139	1 139	1 139	1 139
Żywiec epoksydowe [EUR/t]	2 156	2 227	1 545	1 752	1 868	1 943	1 998	2 039	2 039	2 039	2 039	2 039
Żywiec poliestrowe [EUR/t]	1 622	1 634	1 197	1 354	1 442	1 498	1 541	1 573	1 572	1 572	1 572	1 572
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	-5,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EPI	-14,3%	8,1%	-31,4%	12,5%	5,2%	3,4%	2,8%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec epoksydowe	-6,2%	3,3%	-30,6%	13,4%	6,6%	4,0%	2,8%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec poliestrowe	-4,7%	0,7%	-26,7%	13,1%	6,5%	3,9%	2,8%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	267	254	246	246	251	256	261	267	272	277	283	289
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	109	100	61	69	72	75	77	78	78	78	78	78
Fosfor żółty [USD/t]	148	127	129	132	134	137	140	142	145	148	151	154
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 252	1 244	1 086	994	1 069	1 097	1 106	1 112	1 112	1 098	1 084	1 079
Gaz ziemny Zeebrugge [USD/MMBTU]	10,5	8,1	7,4	7,7	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	-9,6%	-5,0%	-3,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ropa naftowa	-2,8%	-8,4%	-38,9%	12,9%	5,2%	3,5%	2,8%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fosfor żółty	-21,9%	-14,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gaz ziemny PL	0,3%	-0,7%	-12,6%	-8,5%	7,6%	2,5%	0,9%	0,5%	0,0%	-1,2%	-1,3%	-0,5%
Gaz ziemny Zeebrugge	11,6%	-22,7%	-9,1%	3,6%	2,6%	0,5%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EUR/PLN	4,20	4,19	4,38	4,45	4,45	4,40	4,35	4,30	4,25	4,20	4,15	4,10
USD/PLN	3,16	3,16	3,71	3,75	3,75	3,71	3,67	3,62	3,58	3,54	3,50	3,45
Zmiana r/r												
EUR/PLN	0,3%	-0,2%	4,7%	1,5%	0,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
USD/PLN	-3,0%	-0,1%	17,6%	1,1%	0,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	2300,3	2382,4	2580,7	2766,8	2770,1	2771,7	2772,3	2773,1	2773,7	2774,4	2775,1	2775,8
Wartości niematerialne i prawne	134,2	134,1	133,7	134,4	135,8	136,8	137,7	138,8	139,8	141,0	142,1	143,3
Rzeczowe aktywa trwałe	1863,0	1959,3	2158,1	2343,5	2345,4	2346,0	2345,6	2345,4	2345,0	2344,5	2344,0	2343,6
Aktywa obrotowe	910,4	780,9	728,5	837,2	912,2	1025,8	1122,9	1230,7	1372,9	769,6	811,4	764,5
Zapasy	217,3	197,9	193,9	206,6	217,8	214,9	215,1	217,7	219,9	222,0	224,2	226,4
Należności krótkoterminowe	584,2	529,6	501,5	516,0	524,4	498,2	498,6	504,8	509,7	514,7	519,7	524,8
Inwestycje krótkoterminowe	108,9	53,4	33,2	114,6	170,0	312,6	409,2	508,2	643,3	32,8	67,5	13,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	105,6	58,9	38,7	120,1	175,5	318,1	414,7	513,7	648,8	38,3	72,9	18,8
Aktywa razem	3210,7	3163,3	3309,2	3603,9	3682,2	3797,5	3895,2	4003,8	4146,6	3544,0	3586,5	3540,3
Kapitał (fundusz) własny	911,5	916,3	1032,6	1292,8	1501,0	1636,2	1745,7	1859,4	2008,7	2141,5	2331,9	2537,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	470,8	460,7	525,1	641,4	824,8	1033,0	1168,2	1277,7	1391,4	1540,7	1673,5	1863,9
Niepodzielony wynik finansowy	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3	108,3
Zysk (strata) netto	49,4	64,4	116,3	260,3	285,0	212,1	186,3	190,5	226,2	209,6	267,2	282,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2313,4	2262,7	2292,3	2326,7	2196,9	2176,9	2165,1	2160,0	2153,5	1418,1	1270,2	1018,7
Rezerwy na zobowiązania	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7	246,7
Zobowiązania długoterminowe	1468,7	1370,4	1411,0	1411,0	1251,0	1238,7	1226,5	1214,2	1202,0	160,7	160,7	160,7
-oprocentowane	1303,2	1209,7	1250,3	1250,3	1090,3	1078,0	1065,8	1053,5	1041,3	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	598,0	645,6	634,6	669,1	699,2	691,5	691,9	699,1	704,9	1010,7	862,8	611,3
-oprocentowane	7,4	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4	107,4	407,4	257,4	0,0
Pasywa razem	3210,7	3163,3	3309,2	3603,9	3682,2	3797,5	3895,2	4003,8	4146,6	3544,0	3586,5	3540,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	3501,0	3188,0	3122,9	3328,3	3508,3	3461,9	3464,8	3507,5	3541,8	3576,6	3611,5	3646,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2893,8	2484,3	2369,4	2514,0	2649,0	2708,5	2743,6	2778,1	2802,4	2827,3	2852,5	2878,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	607,3	703,7	753,5	814,2	859,3	753,4	721,1	729,4	739,4	749,3	759,0	768,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	386,9	379,2	374,3	390,4	405,2	403,9	407,1	413,3	419,3	425,3	431,5	437,7
Zysk (strata) na sprzedaży	220,4	324,5	379,2	423,8	454,1	349,4	314,0	316,1	320,1	324,0	327,5	330,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-80,6	-48,3	-18,4	-20,9	-23,0	-24,2	-24,9	-25,6	10,0	10,0	10,0	10,0
EBITDA	356,3	476,4	565,3	612,9	652,3	548,7	513,8	515,9	556,1	560,4	564,4	567,9
EBIT	139,7	276,2	360,8	402,9	431,1	325,3	289,1	290,4	330,1	334,0	337,5	340,7
Saldo działalności finansowej	-146,3	-176,1	-217,2	-81,6	-79,3	-63,5	-59,1	-55,3	-50,9	-75,2	-7,6	7,6
Zysk (strata) brutto	-6,2	100,4	143,6	321,3	351,8	261,8	230,0	235,2	279,2	258,8	329,9	348,3
Zysk (strata) netto	49,4	64,4	116,3	260,3	285,0	212,1	186,3	190,5	226,2	209,6	267,2	282,1

CF [mln PLN]	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	291,0	372,7	487,1	476,1	513,4	438,1	388,7	389,2	422,2	413,3	492,1	507,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-25,5	-295,0	-402,3	-394,7	-221,1	-218,7	-215,3	-213,4	-210,3	-217,9	-226,9	-227,6
Przepływy z działalności finansowej	-252,5	-124,4	-104,9	0,0	-236,8	-76,8	-76,8	-76,8	-76,8	-805,8	-230,6	-334,2
Przepływy pieniężne netto	13,0	-46,7	-20,2	81,4	55,4	142,6	96,6	99,0	135,1	-610,4	34,6	-54,2
Środki pieniężne na początek okresu	90,9	105,6	58,9	38,7	120,1	175,5	318,1	414,7	513,7	648,8	38,3	72,9
Środki pieniężne na koniec okresu	105,6	58,9	38,7	120,1	175,5	318,1	414,7	513,7	648,8	38,3	72,9	18,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-9%	-2%	7%	5%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	34%	19%	8%	6%	-16%	-6%	0%	8%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	98%	31%	12%	7%	-25%	-11%	0%	14%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	30%	81%	124%	10%	-26%	-12%	2%	19%	-7%	27%	6%
Marża brutto na sprzedaży	22%	24%	24%	24%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Marża EBITDA	15%	18%	18%	19%	16%	15%	15%	16%	16%	16%	16%
Marża EBIT	9%	12%	12%	12%	9%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Marża brutto	3%	5%	10%	10%	8%	7%	7%	8%	7%	9%	10%
Marża netto	2%	4%	8%	8%	6%	5%	5%	6%	6%	7%	8%
COGS / przychody	78%	76%	76%	76%	78%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
SG&A / przychody	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
SG&A / COGS	15%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
ROE	7%	11%	20%	19%	13%	11%	10%	11%	10%	12%	11%
ROA	2%	4%	7%	8%	6%	5%	5%	5%	6%	7%	8%
Dług	1 320,8	1 361,4	1 361,4	1 201,4	1 189,1	1 176,9	1 164,6	1 152,4	411,1	257,4	0,0
D / (D+E)	42%	41%	38%	33%	31%	30%	29%	28%	12%	7%	0%
D / E	72%	70%	61%	48%	46%	43%	41%	38%	13%	8%	0%
Odsetki / EBIT	-64%	-60%	-20%	-18%	-20%	-20%	-19%	-15%	-23%	-2%	2%
Dług / kapitał własny	147%	134%	107%	81%	73%	68%	63%	58%	19%	11%	0%
Dług netto	1 262,0	1 322,7	1 241,3	1 025,9	871,0	762,2	651,0	503,6	372,8	184,4	-18,8
Dług netto / kapitał własny	138%	128%	96%	68%	53%	44%	35%	25%	17%	8%	-1%
Dług netto / EBITDA	2,6	2,3	2,0	1,6	1,6	1,5	1,3	0,9	0,7	0,3	0,0
Dług netto / EBIT	457%	367%	308%	238%	268%	264%	224%	153%	112%	55%	-6%
EV	3 823,2	3 883,9	3 802,5	3 587,1	3 432,2	3 323,4	3 212,2	3 064,8	2 934,0	2 745,7	2 542,5
Dług / EV	35%	35%	36%	33%	35%	35%	36%	38%	14%	9%	0%
CAPEX / Przychody	9%	13%	12%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
CAPEX / Amortyzacja	148%	197%	189%	102%	101%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Zmiana KO / Przychody	-1%	-1%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8%	34%	-3%	-5%	47%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Wskaźniki rynkowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	39,8	22,0	9,8	9,0	12,1	13,7	13,4	11,3	12,2	9,6	9,1
P/BV*	2,8	2,5	2,0	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
P/CE*	9,7	8,0	5,4	5,1	5,9	6,2	6,2	5,7	5,9	5,2	5,0
EV/EBITDA*	8,0	6,9	6,2	5,5	6,3	6,5	6,2	5,5	5,2	4,9	4,5
EV/EBIT*	13,8	10,8	9,4	8,3	10,6	11,5	11,1	9,3	8,8	8,1	7,5
EV/S*	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
BVPS	17,1	19,3	24,2	28,2	30,8	32,8	35,0	37,8	40,3	44,0	47,8
EPS	1,2	2,2	4,9	5,4	4,0	3,5	3,6	4,3	4,0	5,1	5,4
CEPS	5,0	6,1	8,9	9,6	8,3	7,8	7,9	8,6	8,3	9,4	9,7
FCFPS	2,8	6,7	5,4	4,4	4,4	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2	0,0
DPS	1,1	0,0	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Payout ratio	92,5%	0,0%	0,0%	27,0%	36,2%	41,2%	40,3%	40,3%	34,0%	36,7%	28,8%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 48,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Redukuj	43,2	Sprzedaj	25,4	19.02.2015	48,6	52 518,0
Sprzedaj	25,4	Sprzedaj	19,9	12.02.2014	33,0	52 503,0
Sprzedaj	19,9	Redukuj	20,4	09.07.2013	24,4	44 342,2
Redukuj	20,4	Trzymaj	17,7	04.01.2013	24,3	47 825,0
Trzymaj	17,7	Akumuluj	18,4	17.08.2012	17,5	42 152,3
Akumuluj	18,4	Trzymaj	16,9	11.04.2012	15,6	40 215,0
Trzymaj	16,9	-	-	12.01.2012	17,7	38 062,9

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	3	60%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	40%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 19.02.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.02.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 19.02.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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 ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.