



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO REDUKUJ)

WYCENA 73,5 PLN

08 CZERWIEC 2016

Akcentując atrakcyjną wycenę rynkową spółki, z dyskontem do innych producentów sody kalcynowanej czy krajowych spółek chemicznych, a także oczekując zdecydowanej poprawy przepływów pieniężnych od 2017 roku, decydujemy się na zmianę naszego zalecenia dla spółki z redukcji na AKUMULUJ podwyższając jednocześnie cenę docelową do 73,5 PLN/akcję. Największym ryzykiem operacyjnym dla naszej rekomendacji i prognoz finansowych jest oczekiwany wzrost podaży sody tureckiej z końcem 2017 roku, co przy spadku średniego wykorzystania mocy z obecnych blisko 90% do ok. 70%, może przyczynić się do zamknięcia fabryk przez wysokokosztowych producentów europejskich. Zwracamy przy tym uwagę, że polskie aktywa wytwórcze spółki (ok. 60% mocy Ciechu) należą do najbardziej efektywnych fabryk w Europie (marża EBITDA powyżej 30%).

Spółka ma za sobą rekordowy 2015 rok, kiedy raportowana EBITDA sięgnęła 708 mln PLN (znormalizowana 743 mln PLN), co przebiło nasze prognozy z ostatniego raportu (luty 2015) o ok. 25%, jak i założenia strategii zarządu z 2014 roku (+13%). W efekcie sprzyjających warunków rynkowych (utrzymanie wysokich cen sody, niskie ceny węgla i gazu, korzystny EUR/PLN) i po oddaniu kluczowych inwestycji (m.in. soda 200, szklisty krzemian sodu) spółka powinna pozostać na wzrostowej ścieżce wynikowej przynajmniej do 2017 roku.

W 1Q'16 raportowana EBITDA sięgnęła 204 mln PLN (znormalizowana 206 mln PLN) i była zgodna z naszymi jak i rynkowymi oczekiwaniami. Słabszy cash flow został zaburzony zmniejszeniem faktoringu w związku z pozyskaniem tańszego finansowania w końcówce zeszłego roku.

W 2Q'16 oczekujemy porównywalnego wyniku q/q (EBITDA ok. 205 mln PLN), przy czym zwracamy uwagę, że sezonowo 2Q jest dużo lepszy w sódzie pod względem wolumenów sprzedaży. Z drugiej strony potencjał wynikowy ograniczy droższy węgiel (koniec zapasów z KW w 1Q'16). W relacji r/r EBITDA powinna rosnąć w jednocyfrowym tempie w najbliższych kwartałach. Cały 2016 rok spółka naszym zdaniem zamknie EBITDA powyżej 800 mln PLN. Nasze prognozy są nieco poniżej konsensusu. W latach 2014-2019 przyjmujemy średnią EBITDA na poziomie 730 mln PLN wobec strategii zarządu 660 mln PLN (+11%).

Na 2016 rok zarząd zapowiedział rekordowy CAPEX w wysokości 623 mln PLN (oczekujemy <600 mln PLN realizacji), przez co cash flow spółki będzie bliski neutralnego i zadłużenie utrzyma się na wysokim poziomie. Znaczącej poprawy przepływów finansowych spodziewamy się od 2017 roku (rekordowa EBITDA, CAPEX na poziomie amortyzacji, zmniejszone o ok. 70 mln PLN koszty odsetkowe). Bez nowych, znaczących projektów inwestycyjnych spółka będzie w stanie zapoczątkować trwałą politykę dywidendową.

Wycena DCF [PLN]	70,9
Wycena porównawcza [PLN]	84,1
Wycena końcowa [PLN]	73,5
Potencjał do wzrostu / spadku	18,6%
Koszt kapitału	7,4%
Cena rynkowa [PLN]	62,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 267,4
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	87,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	61,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-15,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-27,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-12,1%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
ING OFE	9,0%
Pozostali	39,9%

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

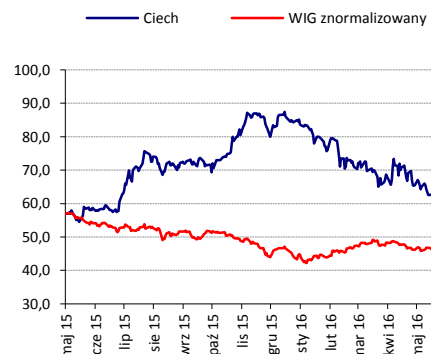
tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2013*	2014*	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	3 501,0	3 243,9	3 273,0	3 477,9	3 697,9	3 677,1
EBITDA [mln PLN]	437,0	500,8	707,5	804,6	841,1	745,2
EBIT [mln PLN]	220,4	296,3	489,8	583,6	609,3	512,9
Wynik netto [mln PLN]	84,3	94,2	342,8	418,1	448,6	388,5
P/BV	3,6	3,3	2,4	1,9	1,5	1,4
P/E	38,8	34,7	9,5	7,8	7,3	8,4
EV/EBITDA	10,3	8,9	6,5	5,7	5,1	5,3
EV/EBIT	20,3	15,0	9,4	7,8	7,0	7,8

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe.



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.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
NISKA WYCENA RYNKOWA	3
WYSOKA EFEKTYWNOŚĆ BIZNESU SODOWEGO	4
EFEKTY PROGRAMU SODA 200 I WZROSTOWA ŚCIEŻKA WYNIKOWA DO 2017 ROKU	4
SPADEK CAPEX/KOSZTÓW FINANSOWYCH I ZDECYDOWANA POPRAWA CASH FLOW	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 1Q'16 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	13
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE KWARTAŁY 2016 ROKU	15
CENY SODY KALCYNOWANEJ	16
OCZEKIWANA NADPODAŻ W EUROPIE W 2018-2019 ROKU	17
STRATEGIA ZARZĄDU VS ZAŁOŻENIA BDM.....	18
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2015-2017	19
ZAŁOŻENIA NA LATA 2016-2025	20
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 70,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 84,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej z uwagi na długoterminowe ryzyko (po 2017 roku) istotnego spadku cen sody kalcynowanej (wzrost podaży z Turcji). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 73,5 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	70,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	84,1

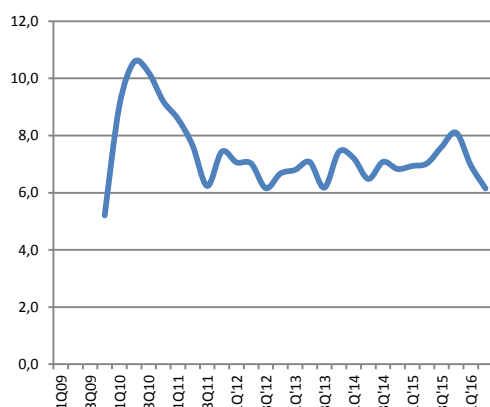
Wycena spółki [PLN] 73,5

Źródło: BDM S.A.

Niska wycena rynkowa

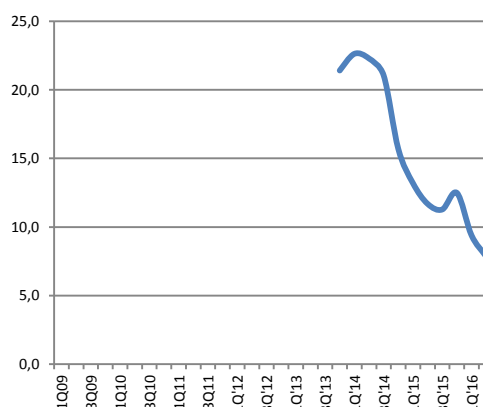
Obecna wycena rynkowa jest historycznie niska (EV/EBITDA LTM bliskie 6,0x), a spółka jest na ścieżce poprawy wyników finansowych. W rezultacie Ciech handlowany jest z dyskontem do innych producentów sody kalcynowanej czy krajowych spółek chemicznych.

Historyczna EV/EBITDA (kursy EoP)



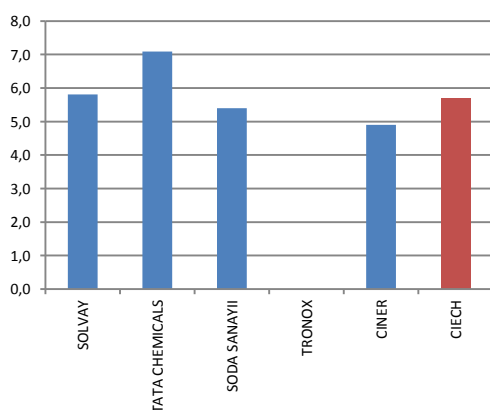
Źródło: BDM S.A., Spółka

Historyczne P/E (kursy EoP)



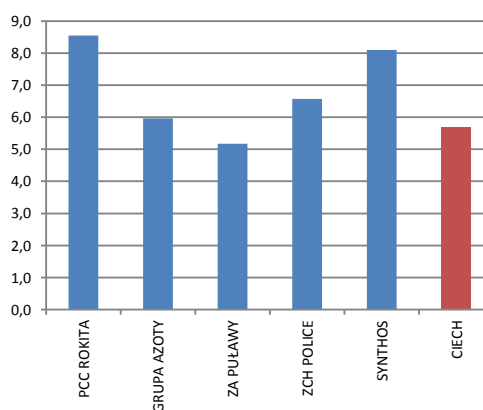
Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozowana EV/EBITDA'16- spółki sodowe



Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozowana EV/EBITDA'16- spółki chemiczne polskie

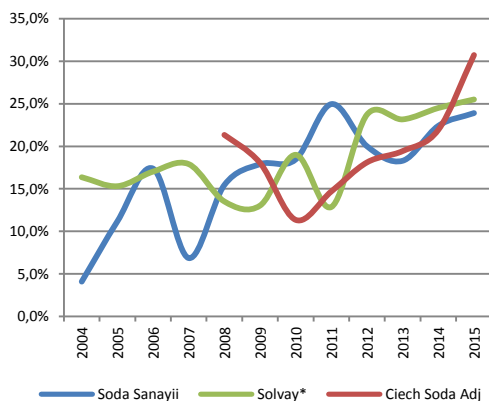


Źródło: BDM S.A., Spółka

Wysoka efektywność biznesu sodowego

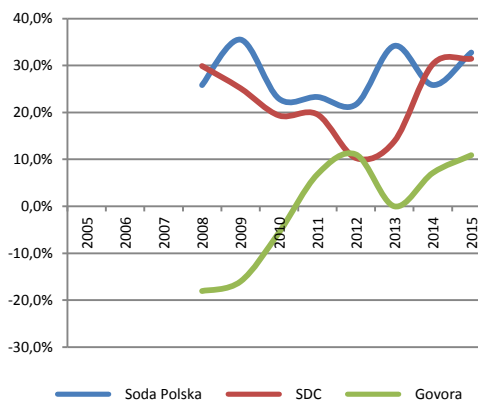
W ostatnich kwartałach marża podstawowego segmentu sodowego (ok. 90% EBITDA grupy) przekroczyła 30%, czyli istotnie wyżej niż marża jaką realizują europejscy producenci metodą Solvaya (ok. 25%) czy trony. Polskie aktywa spółki należą do najbardziej efektywnych w Europie. Nawet w kryzysowym 2010 roku, kiedy ceny sody spadły poniżej 170 EUR/t (obecnie ok. 230 EUR/t) polskie spółki realizowały ponad 20% marżę EBITDA.

Marża EBITDA europejskich spółek sodowych



Źródło: BDM S.A., *- Performance Chemicals

Marża EBITDA fabryk w Ciechu



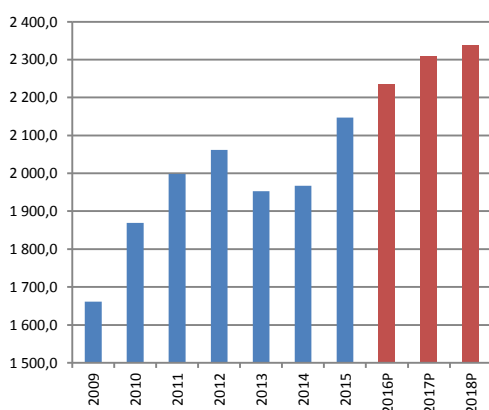
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. LS- ceny sody, PS- ceny gazu

Efekty programu Soda 200 i wzrostowa ścieżka wynikowa do 2017 roku

Spółka z sukcesem w 1Q'16 zakończyła program rozwojowy Soda 200, który w dwóch etapach zwiększył moce produkcyjne o ok. 200 tys. ton (I etap +60 tys. ton w 2Q'15, II etap +140 tys. ton w 1Q'16). Wcześniej Ciech zwiększył zdolności w Rumunii o 60 tys. ton. W rezultacie łączne moce produkcyjne spółki w sodzie kalcynowanej wzrosły o ok. 12%.

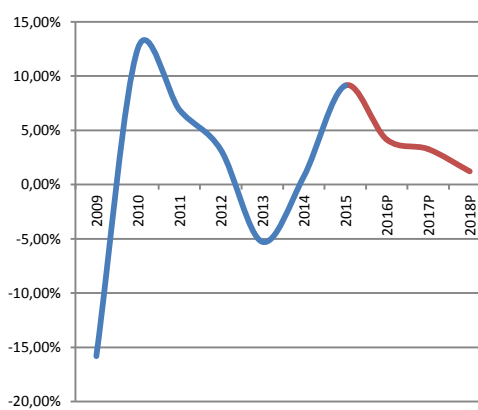
Rozbudowa fabryki w Inowrocławiu kosztowała ok. 300 mln PLN, a jej efekty szacujemy na ok. 60 mln PLN EBITDA. Z kolei rozbudowa Govory pochłonęła 22 mln PLN przy efektach rzędu 6-7 mln PLN EBITDA.

Wolumen sprzedanej sody [tys. ton]



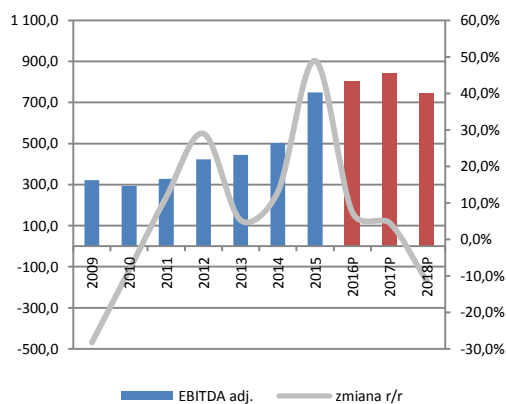
Źródło: DM BDM, spółka, szacunki własne

Dynamika sprzedaży sody [r/r]

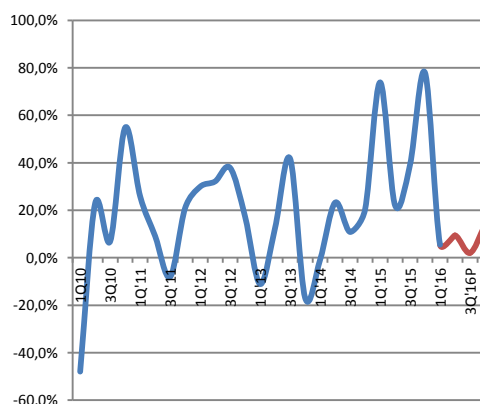


Źródło: DM BDM, spółka, szacunki własne

Oczyszczona EBITDA 2009-2018P [mln PLN]



Dynamika oczyszczonej EBITDA 1Q'09-4Q'16P [r/r]



Źródło: DM BDM, spółka, szacunki własne. LS:EBITDA, PS: zmiana r/r

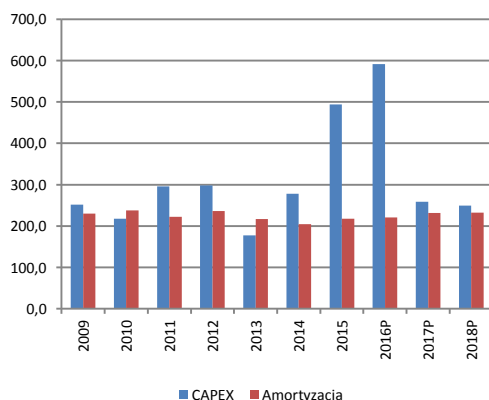
Spadek CAPEX/kosztów finansowych i zdecydowana poprawa cash flow

2016 rok to ostatni okres podwyższonych wydatków inwestycyjnych. Zarząd spółki zapowiedział CAPEX w wysokości 623 mln PLN (zakładamy poniżej 600 mln PLN), z czego blisko 40% to nakłady środowiskowe, związane z dostosowaniem instalacji do zaostrzonych dyrektyw o emisyjności. Potem oczekujemy nakładów zbliżonych do amortyzacji.

Spółka z końcem 2015 roku zrefinansowała zadłużenie. W rezultacie średni koszt wynoszący nawet 8-10% w ostatnich latach (100-120 mln PLN kosztów odsetkowych) spadnie do 3,5-4% w latach 2016-2017 (ok. 50 mln PLN) i poniżej 3% w 2018 roku (po wykupie 160 mln PLN krajowych obligacji). Zapadalność nowego finansowania to lata 2018-2022.

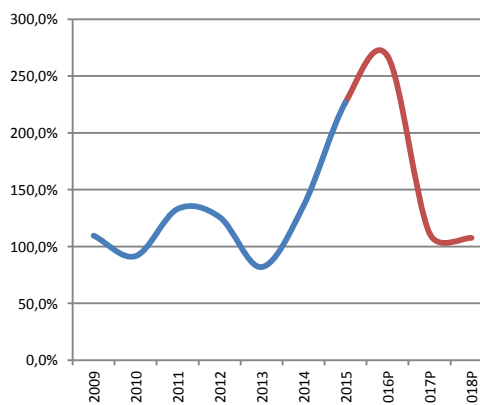
W efekcie zmniejszonych nakładów inwestycyjnych i obciążeń finansowych oczekujemy zdecydowanej poprawy przepływów finansowych, co pozwoli oddłużyć firmę i zapoczątkuje trwałą politykę dywidendową (zakładamy od 2017 roku).

CAPEX i amortyzacja [mln PLN]



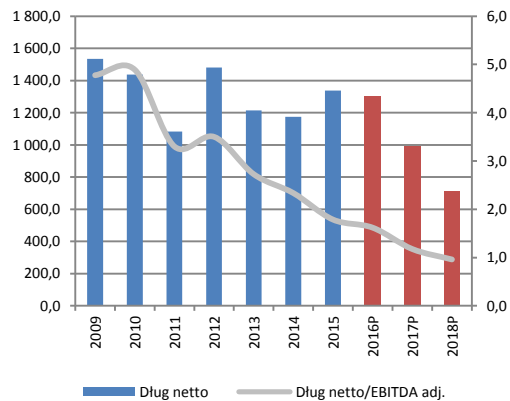
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

CAPEX/amortyzacja



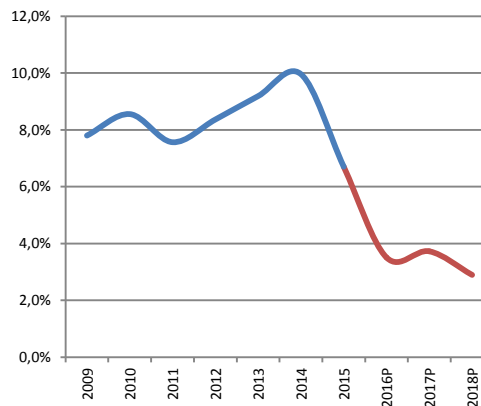
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Dług netto [mln PLN] i Dług netto/EBITDA adj.



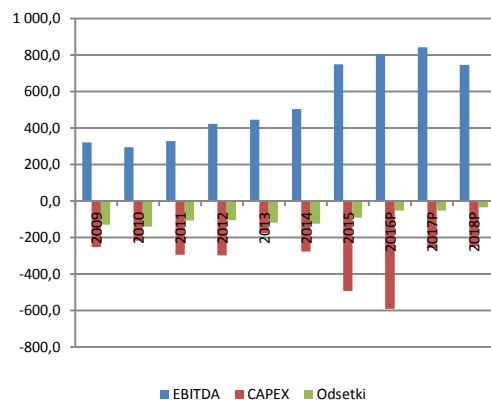
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS: EBITDA, PS: Dług netto/EBITDA

Średnie oprocentowanie zadłużenia



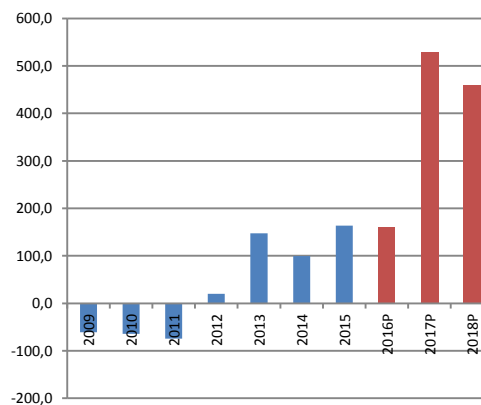
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

EBITDA, CAPEX i odsetki [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne.

Cash flow netto* [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. *- EBITDA adj.- CAPEX- koszty odsetkowe.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko korporacyjne zw. z prywatyzacją spółki

W kwietniu 2015 roku Prokuratura Apelacyjna w Warszawie wszczęła śledztwo ws. prywatyzacji Ciech w 2014 roku. Do tej pory nikomu nie zostały przedstawione zarzuty, ale organy ścigania w ostatnim czasie zintensyfikowały śledztwo, co negatywnie wpływa na kurs akcji spółki.

▪ Ryzyko umocnienia kursu EUR/PLN

Ciech jest eksporterem (głównie soda kalcynowana, żywice epoksydowe). Szacujemy, że spółka posiada długą pozycję wynikową w EUR na poziomie ok. 150 mln EUR wobec czego umocnienie PLN o 0,1 PLN ujemnie wpływa na EBIT w wysokości ok. 15 mln PLN. Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą futures (długoterminowo 4,47 EUR/PLN).

▪ 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 6 lat. Historycznie takie okresy nie były dłuższe niż 7 lat (szczyt koniunktury w 2017 ?),

▪ Ryzyko powstania nowej konkurencji w Turcji

Na rynku europejskim istnieje ryzyko wzrostu podaży sody tureckiej, pozyskiwanej z naturalnych złóż (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. 11% przychodów i 6% EBITDA 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.

▪ Ryzyko związane z brakiem dostaw pary do fabryki Govora

W maju'16 spółka poinformowała o postępowaniu układowym prowadzonym wobec dostawcy pary technologicznej (CET) do produkcji sody kalcynowanej w rumuńskiej fabryce Govora. W razie fiaska postępowania układowego i zaprzestania produkcji przez CET fabryka w Govorze stanęłaby przed widmem zamknięcia, bądź spółka musiałaby ponieść znaczące nakłady inwestycyjne w celu przywrócenia dostaw.

▪ 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 posiada elektrociepłownię gazową (do 2014 roku dzierżawioną). W przypadku dywizji organicznej całość nabywana jest na rynku, a roczne wydatki kształtują się na poziomie ok. 30 mln PLN. Dodatkowo większość zużywanych surowców w dywizji organicznej (m.in. bisfenol, epichlorohydryna, styren, ortokrezol) zależy od zachowania się notowań ropy naftowej.

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 1Q'16 zadłużenie netto kształtowało się na poziomie 1,44 mld PLN (2,0x EBITDA Adj.) i mimo znaczącej poprawy wyników w latach 2012-2015 (z 450 do 750 mln PLN znormalizowanej EBITDA) nie spadło ono (1,25 mld PLN na koniec'11). Spółka w tym czasie prowadziła inwestycje nie tylko zwiększające moce produkcyjne (m.in. Soda 200), ale szereg nakładów miało charakter środowiskowy (gro z nich przypada w 2016 roku). Przez wysoki CAPEX w 2016 roku (zarząd planuje nawet 623 mln PLN vs 590 mln PLN w naszym modelu) zadłużenie utrzyma się na wysokim poziomie, co przy załamaniu koniunktury na rynku rodzi ryzyka płynnościowe.

▪ Potencjalne inwestycje niekoniecznie zbieżne z interesem mniejszościowych akcjonariuszy

W wywiadach prasowych przewodniczący RN Pan Sebastian Kulczyk zapowiadał nowe, strategiczne inwestycje spółki, których nie zakładamy, i które niekoniecznie muszą być zbieżne z interesem mniejszościowych akcjonariuszy.

▪ 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 6 EUR/t (poprzednio 7 EUR/t) szacujemy na ok. 30 mln PLN rocznie (uwzględnione w PKO). Nie zakładamy ETS IV po 2020 roku, co miałoby dalszy negatywny wpływ na wyniki spółki !

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 stopy wolnej od ryzyka równej 4,0%, premii za ryzyko rynkowe oraz $\beta=1,0x$.

Główne zmiany w założeniach modelu (szczegóły na stronie 19):

- Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku sody w latach 2016-2017 oczekujemy stabilizacji 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. 1% r/r wzrostu cen (poprzednio 2%);

Ceny pozostałych produktów organicznych uzależniamy od notowań ropy naftowej, gdzie prognozy opieramy o aktualną krzywą kontraktów terminowych (długoterminowo ok 58 USD/bbl wobec ok. 79 USD/bbl- poprzednio);
- Spółka zakończyła program soda 200, co pozwoliło na wzrost mocy w polskich zakładach o kolejne 140 tys. ton od 1Q'16 (60 tys. ton od 2Q'15). Od 1Q'15 spółka korzystała również na wzroście mocy w Górzach (+60 tys. ton). Oczekujemy ich pełnego wykorzystania w 2017-2018 roku.;

W ŚOR spółka będzie systematycznie zwiększać wykorzystanie mocy MCPA, aczkolwiek proces ten jest wolniejszy niż pierwotnie sądziliśmy;

W Krzemianach spółka kończy (2H'15) projekt szklatego krzemianu sodu (pod kontrakt z Solvayem), co umożliwi podwojenie mocy produkcyjnych krzemianów ze 100 do 200 tys. ton (poprzednio nie uwzględnialiśmy tej inwestycji);
- Zrewidowaliśmy nasze założenia odnośnie inwestycji. Na 2016 rok spółka zapowiedziała nakłady rzędu 623 mln PLN (przyjmujemy <600 mln PLN) i jest to ostatni rok, kiedy inwestycje znacząco przekroczą poziom amortyzacji. Ok. 40% inwestycji w 2016 roku to przynajmniej projekty środowiskowe, dostosowujące instalacje do dyrektywy o emisjach.;

W kolejnych latach przyjmujemy CAPEX=amortyzacji, choć niewykluczone są kolejne projekty inwestycyjne o który w wywiadach prasowych wspominał szef RN;

CAPEX [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	RAZEM
Soda +200 Inowrocław (z 600 na 800k ton)		60,0	165,0	75,0	300,0
Soda Górz (+60k ton)		22,0			22,0
Soda Deutschland	8,0				8,0
Soda oczyszczona Inowrocław (+70k ton)	16,0				16,0
Intensyfikacja produkcji soli suchej (+0,7k ton/dzień)		51,0	26,0		77,0
Elektrofiltry kotłów OP140 (4 i 5)	10,0				10,0
Odsiarczanie/odazotowanie Janikowo/Inowrocław			100,0	200,0	300,0
Żywice poliestrowe nasycone		12,0			12,0
Żywice poliestrowe nienasycone*					
Węzły filtracji Janikowo/Inowrocław			16,0	16,0	32,0
Intensyfikacja produkcji opakowań szklanych Ilowa	6,0	1,6			7,6
Modernizacja pieca Vitrosilicon	7,3	14,0			21,3
Szklisty krzemian sodu Vitrosilicon (pod Solvay)			20,0	50,0	70,0
Instalacja filtrów taśmowych		39,0			39,0
Inne	50,2		67,0	140,1	257,3
Odtworzeniowy min.- info spółka	80,0	80,0	80,0	80,0	320,0
Postój remontowy Soda			20,0	30,0	50,0
CAPEX	177,5	278,0	494,0	591,1	1 540,6
Amortyzacja	216,6	204,5	217,7	220,9	859,8
CAPEX/amortyzacja	81,9%	136,0%	226,9%	267,5%	179,2%

Źródło: BDM S.A., spółka, * zapowiadany projekt w 2013 roku jeszcze nie ruszył

- W końcu 2015 spółka skorzystała z opcji call na 245 mln EUR obligacji i zrefinansowała zadłużenie. W formie kredytów pozyskała łącznie ok. 70 mln EUR i 1,0 mld PLN (łącznie ok. 1,34 mld PLN) po koszcie WIBOR6m + 150 pb (ok. 3,15%). Poprzednie obligacje 245 mln EUR oprocentowane były na stałym poziomie 9,5%, a obligacje polskie na WIBOR6m + 500 pb (160 mln PLN do wykupu w grudniu 2017 roku. Umożliwi to znaczną redukcję kosztów finansowych (ponad 70 mln PLN mniej kosztów rocznie). Spłata nowych kredytów rozpoczyna się dopiero w 2018 roku (do 2022). W poprzednim raporcie zakładaliśmy refinansowanie obligacjami po kuponie 6,5%;

Zadłużenie [mln PLN]

	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016P	2 017P	2 018P	2 019P	2 020P	2 021P	2 022P	2 023P
Zadłużenie odsetkowe	1 562,3	1 319,1	1 224,2	1 541,5	1 502,6	1 349,0	1 147,6	976,2	830,5	553,7	276,8	0,0
Obligacje PLN	320,0	320,0	160,0	160,0	160,0							
Obligacje EUR	245,0	245,0	245,0	245,0								
Kredyty EUR				69,7	69,7	69,7	59,3	50,4	42,9	28,6	14,3	0,0
Kredyty PLN				1 037,4	1 037,4	1 037,4	882,5	750,8	638,7	425,8	212,9	0,0
Leasing, inne PLN	217,2	-19,0	14,5	46,7								
Średni koszt %	6,7%	9,1%	10,2%	5,9%	3,5%	3,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	0,0%

Źródło: BDM S.A., spółka

- Od 2017 roku zakładamy 3% dywidendy (zgodnie ze strategią), czyli ok. 1,9 PLN/akcję (ok. 25% zysku netto spółki). W kolejnych latach, po spłacie zadłużenia (2022 rok) przyjmujemy 100% wypłaty;
- Nie spodziewamy się żadnych, dużych projektów inwestycyjnych poza tymi wskazanymi w analizie (sugestie przewodniczącego RN w prasie).

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 52 700 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 1% (bez zmian);
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 21% (poprzednio 19%);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 czerwca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,7 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 70,9 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 273,0	3 477,9	3 697,9	3 677,1	3 737,8	3 814,2	3 872,2	3 931,2	3 991,4	4 052,7	4 115,2
EBIT [mln PLN]	489,8	583,6	609,3	512,9	485,7	478,8	521,1	530,8	540,4	550,0	559,5
Stopa podatkowa	21,8%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	107,0	124,9	128,0	107,7	102,0	100,5	109,4	111,5	113,5	115,5	117,5
NOPLAT [mln PLN]	382,8	458,7	481,4	405,2	383,7	378,3	411,7	419,3	426,9	434,5	442,0
Amortyzacja [mln PLN]	217,7	220,9	231,7	232,2	233,0	233,9	234,8	235,7	236,6	237,5	238,4
CAPEX [mln PLN]	-494,0	-591,1	-258,6	-249,8	-246,5	-243,9	-239,9	-239,6	-239,3	-238,9	-238,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-146,0	-14,9	-12,6	1,2	-3,5	-4,4	-3,3	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6
FCF [mln PLN]	-39,5	73,7	441,8	388,8	366,7	363,9	403,3	412,0	420,8	429,6	438,4
DFCF [mln PLN]		70,8	394,3	321,7	280,8	257,5	263,1	247,2	231,6	217,0	203,1
Suma DFCF [mln PLN]		2 487,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		5 534,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 564,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 051,9									
Dług netto [mln PLN]		1 316,6									
Wartość kapitału		3 735,2									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		70,9									

Przychody zmiana r/r	6,3%	6,3%	-0,6%	1,6%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	19,2%	4,4%	-15,8%	-5,3%	-1,4%	8,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	499,2%	-12,0%	-5,7%	-0,8%	10,8%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża EBITDA	23,1%	22,7%	20,3%	19,2%	18,7%	19,5%	19,5%	19,5%	19,4%	19,4%
Marża EBIT	16,8%	16,5%	13,9%	13,0%	12,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%
Marża NOPLAT	13,2%	13,0%	11,0%	10,3%	9,9%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
CAPEX / Przychody	17,0%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Amortyzacja	267,5%	111,6%	107,6%	105,8%	104,3%	102,1%	101,7%	101,1%	100,6%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,3%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
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	65,3%	70,5%	75,3%	79,5%	83,1%	88,7%	94,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	34,7%	29,5%	24,7%	20,5%	16,9%	11,3%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,4%	7,6%	7,9%	8,0%	8,2%	8,5%	8,7%	9,0%	9,0%	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	64,9	69,5	75,3	82,6	92,1	105,1	123,9	153,4	206,6
	0,8	60,7	64,8	69,8	76,0	84,0	94,7	109,7	132,2	169,7
	0,9	56,9	60,5	64,8	70,2	77,0	85,9	98,1	115,6	143,2
	1,0	53,4	56,6	60,4	65,0	70,9	78,4	88,4	102,4	123,4
	1,1	50,2	53,0	56,3	60,4	65,5	71,8	80,2	91,5	107,9
	1,2	47,2	49,7	52,7	56,3	60,6	66,1	73,1	82,5	95,6
	1,3	44,4	46,7	49,3	52,5	56,3	61,0	67,0	74,8	85,4

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%	69,5	74,8	81,5	90,1	101,6	117,6	141,6	181,7	261,9
	4,0%	60,7	64,8	69,8	76,0	84,0	94,7	109,7	132,2	169,7
	5,0%	53,4	56,6	60,4	65,0	70,9	78,4	88,4	102,4	123,4
	6,0%	47,2	49,7	52,7	56,3	60,6	66,1	73,1	82,5	95,6
	7,0%	41,9	43,9	46,3	49,1	52,4	56,5	61,6	68,2	76,9
	8,0%	37,3	39,0	40,9	43,1	45,7	48,8	52,6	57,4	63,6
	9,0%	33,3	34,7	36,2	38,0	40,1	42,5	45,4	49,0	53,5

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%	123,2	115,2	108,0	101,6	95,7	90,4	85,6	81,1	77,0
	4,0%	105,8	97,6	90,4	84,0	78,3	73,2	68,6	64,4	60,6
	5,0%	92,1	84,0	77,0	70,9	65,5	60,6	56,3	52,4	48,9
	6,0%	81,1	73,2	66,5	60,6	55,5	51,0	46,9	43,3	40,1
	7,0%	72,0	64,4	58,0	52,4	47,6	43,3	39,5	36,2	33,2
	8,0%	64,4	57,1	51,0	45,7	41,1	37,1	33,6	30,4	27,6
	9,0%	58,0	51,0	45,1	40,1	35,7	32,0	28,6	25,7	23,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach 8 czerwca 2016 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (poprzednio 50%- obniżenie z uwagi na długoterminowe zagrożenia związane z turecką konkurencją).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,4 mld PLN, co odpowiada 84,1 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'16 na poziomie 5,7x, czyli z ok. 20% dyskontem do mediany spółek z grupy porównawczej

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
SOLVAY	13,4	11,6	10,6	5,8	5,6	5,4	9,9	9,1	8,7
TATA CHEMICALS	11,0	10,0	8,7	7,1	6,3	5,5	8,5	7,5	6,4
BASF	15,1	14,0	12,3	7,7	7,1	6,4	12,8	11,4	10,0
DOW CHEMICAL	15,7	13,7	13,1	8,0	7,3	7,0	11,0	10,0	9,6
SODA SANAYII	7,6	6,6	6,8	5,4	4,5	4,2	6,5	5,1	5,2
WACKER CHEMIE	-	18,3	14,3	7,1	6,1	4,4	-	16,0	10,0
BAYER	12,7	11,6	10,6	8,4	7,7	7,0	11,7	10,7	9,1
TRONOX*	-	-	-	-	7,1	7,4	-	-	-
CINER RESOURCES**	11,7	10,9	10,5	4,9	4,4	4,3	6,1	5,5	5,2
MEDIANA	12,7	11,6	10,6	7,1	6,3	5,5	9,9	9,6	8,9
CIECH	7,8	7,3	8,4	5,7	5,1	5,3	7,8	7,0	7,8
Premia/dyskonto do spółki	-38,5%	-37,2%	-20,7%	-19,9%	-20,0%	-3,2%	-20,8%	-26,9%	-12,6%
Wycena wg wskaźnika	100,8	98,7	78,2	83,5	82,2	64,5	84,8	91,7	72,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		92,6			76,7			83,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									

Wycena 1 akcji [PLN]

84,1

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.06.2016. *- Tronox w lutym, '15 zakupił aktywa sodowe FMC (4,3 mln ton mocy trony), **.- Ciner w lipcu '15 zakupił OCI Resources (2,7 mln ton mocy trony)

Porównanie mnożników do polskich spółek chemicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
PCC ROKITA	11,7	11,6	10,7	8,5	8,7	8,2	12,7	13,2	12,2
GRUPA AZOTY	11,7	10,7	8,8	6,0	5,3	4,4	9,3	8,4	6,6
ZA PUŁAWY	10,4	9,3	8,4	5,2	4,8	4,2	7,1	6,5	5,8
ZCH POLICE	10,7	10,5	8,7	6,6	6,1	5,1	10,0	9,3	7,5
SYNTHOS	13,7	14,3	11,6	8,1	8,4	7,6	12,1	13,0	11,5
MEDIANA	11,7	10,7	8,8	6,6	6,1	5,1	10,0	9,3	7,5
CIECH	7,8	7,3	8,4	5,7	5,1	5,3	7,8	7,0	7,8
Premia/dyskonto	-32,9%	-32,2%	-4,5%	-13,6%	-16,9%	4,1%	-21,6%	-24,7%	3,7%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.06.2016.

WYNIKI 1Q'16 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'16 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami jak i z konsensusem. Segmentowo spółka pokazała lepszy wynik w kluczowej dywizji sodowej (blisko 180 mln PLN EBITDA, marża 30,7%) i słabszy w organicznej (EBITDA 19 mln PLN, marża 10,2%), co związane było z przesunięciem sprzedaży ŚOR na 4Q'15 (akcje promocyjne)- spadek sprzedaży o 44% r/r. Dwucyfrowy wzrost sprzedaży w segmencie sodowym to efekt przede wszystkim wolumenu (szacujemy ok. 6% r/r, w tym dwucyfrowy wzrost w Sodzie Polska- uruchomienie II etapu Soda 200, i spadek w Govorze) oraz osłabienia złotówki do euro (4,1%). Na konferencji spółka informowała o utrzymaniu r/r średnich cen sody (wzrost w EUR i PLN oraz spadek w USD- Govora). Spółka wciąż wykorzystywała tanie zapasy węgla (efekt widoczny od 3Q'15), przez co marża EBITDA utrzymała się powyżej 30%. W 2Q'16 efekt ten przestanie pomagać marży. Oczekujemy jej nieznacznego spadku w rejonie ok. 28-29% (podobnie jak w 1H'15). Wzrost wyników będzie zasługą wyższego wolumenu sprzedaży z programu Soda 200, choć efekt ten będzie istotnie mniejszy niż w 1Q'16, kiedy była niska baza (pierwsze uruchomienie mocy 60 tys. ton przypadło na 2Q'15).

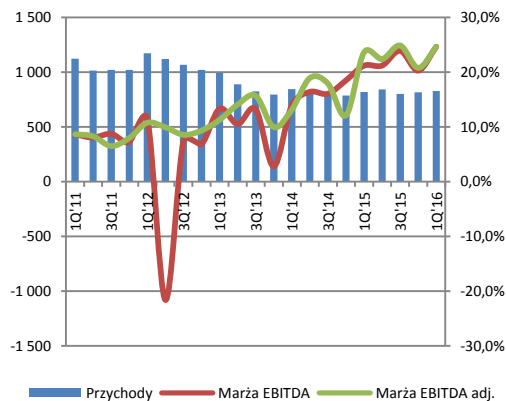
W 1Q'16 rozczarował cash flow. CFO wyniósł zaledwie 66 mln PLN przy EBITDA powyżej 200 mln PLN, co spółka na konferencji wynikowej tłumaczyła zmniejszeniem wykorzystania faktoringu w związku z tańszym finansowaniem (efekt ok. 80 mln PLN). W rezultacie dług netto wzrósł do 1,44 mld PLN i stanowił 2,0x EBITDA. Nie oczekujemy jego istotnego spadku w dalszej części roku z uwagi na wysoki CAPEX (gł. inwestycje środowiskowe).

Wyniki 1Q'16 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica	1Q'16P kons.	różnica
Przychody	817,4	826,5	1,1%	876,4	-5,7%	857,8	-3,7%
Wynik brutto na sprzedaży	210,1	243,5	15,9%	251,3	-3,1%		
EBITDA	173,1	203,6	17,6%	206,0	-1,2%	202,4	0,6%
EBITDA adj.	193,0	206,3	6,9%	206,0	0,1%		
EBIT	117,1	150,5	28,4%	145,4	3,4%	145,5	3,4%
Zysk brutto	69,8	132,1	89,3%	140,2	-5,8%		
Zysk netto	52,2	102,1	95,5%	110,8	-7,9%	103,3	-1,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,7%	29,5%		28,7%			
Marża EBITDA adj.	23,6%	25,0%		23,5%		23,6%	
Marża EBIT	14,3%	18,2%		16,6%		17,0%	
Marża zysku netto	6,4%	12,3%		12,6%		12,0%	
P/E 12m		8,3					
EV/EBITDA 12m		6,4					

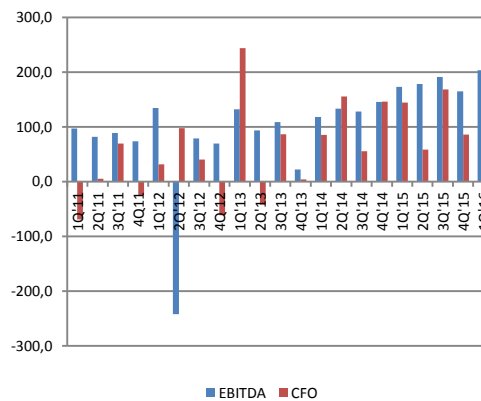
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża EBITDA



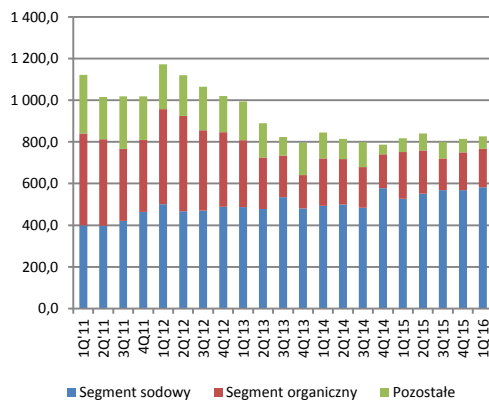
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża EBITDA

EBITDA i CFO [mln PLN]



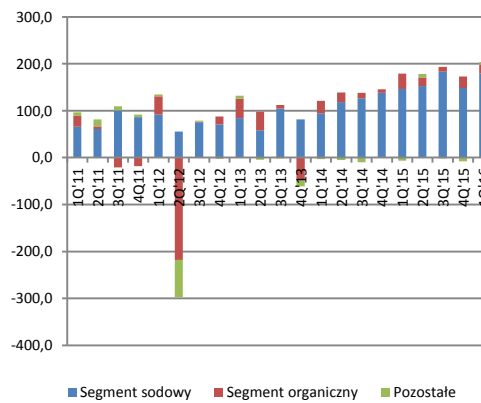
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Struktura przychodów grupy [mln PLN]



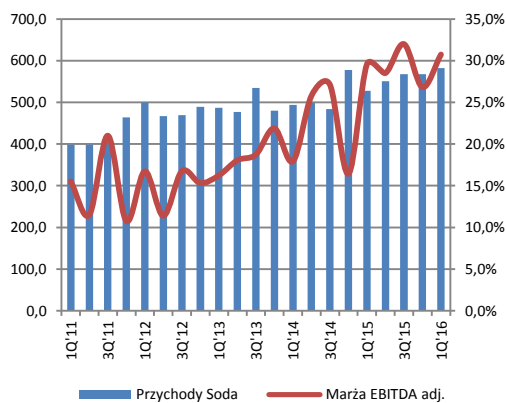
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Struktura EBITDA grupy [mln PLN]



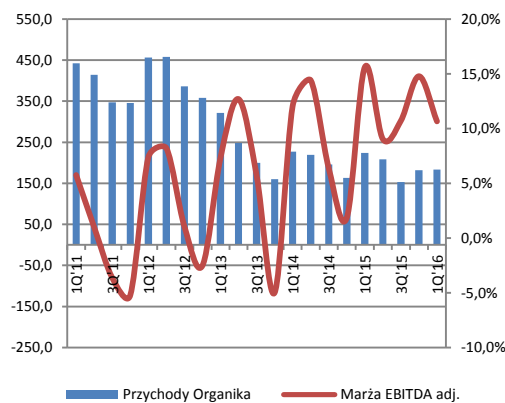
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Przychody i EBITDA [mln PLN]- segment sodowy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Przychody i EBITDA [mln PLN]- segment organiczny



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Perspektywy na kolejne kwartały 2016 roku

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	845,0	814,1	798,7	786,2	817,4	840,8	800,7	814,2	826,5	903,8	887,7	859,9	3 243,9	3 273,0	3 477,9
segment sodowy	493,7	498,6	483,9	577,8	527,4	551,1	567,9	567,9	582,5	595,5	599,2	584,1	2 053,9	2 214,3	2 361,4
segment organiczny	226,9	219,5	195,8	163,1	224,0	207,9	153,1	181,7	183,6	236,8	201,8	202,1	805,3	766,7	824,4
segment krzemiany	106,0	78,1	99,2	67,2	36,7	49,7	51,1	37,5	37,5	45,7	65,1	46,6	350,6	175,0	194,9
EBITDA	117,9	133,4	128,2	145,3	173,1	178,2	191,3	165,0	203,6	205,7	203,0	192,3	524,8	707,5	804,6
segment sodowy	94,3	118,2	126,3	138,2	146,3	152,4	183,1	148,2	179,7	160,8	175,4	167,5	477,0	629,9	683,5
segment organiczny	26,5	20,5	12,0	7,5	33,0	18,1	10,1	24,5	18,8	33,5	14,8	12,3	66,5	85,7	79,5
segment krzemiany	5,6	11,0	10,8	8,3	7,6	10,4	10,7	4,9	6,3	9,6	16,6	8,6	35,7	33,6	41,0
EBITDA Adj.	111,0	154,0	143,0	95,0	193,0	188,0	199,0	169,0	203,6	205,7	203,0	192,3	503,0	749,0	804,6
segment sodowy	94,9	130,2	128,6	96,7	158,2	157,7	184,9	155,0	182,6	160,8	175,4	167,5	450,5	655,8	686,3
segment organiczny	27,3	30,1	11,4	11,2	33,0	17,5	10,4	24,5	18,6	33,5	14,8	12,3	80,0	85,4	79,4
segment krzemiany	2,6	8,2	7,8	5,2	3,8	6,7	7,0	1,1	2,8	6,0	13,0	5,0	23,8	18,6	26,8
EBIT	67,7	82,8	78,5	91,2	117,1	123,7	139,6	109,4	150,5	149,8	147,1	136,3	320,3	489,8	583,6
Zysk brutto	26,6	23,1	40,5	62,8	69,8	108,9	112,1	-13,5	132,1	138,7	136,0	125,3	153,0	277,4	532,2
Zysk netto	6,4	20,6	29,1	111,0	52,2	86,2	116,8	87,7	102,1	109,6	107,5	99,0	167,1	343,0	418,1
Marża EBITDA Adj.	13,1%	18,9%	17,9%	12,1%	23,6%	22,4%	24,9%	20,8%	24,6%	22,8%	22,9%	22,4%	15,5%	22,9%	23,1%
segment sodowy	19,2%	26,1%	26,6%	16,7%	30,0%	28,6%	32,6%	27,3%	31,3%	27,0%	29,3%	28,7%	21,9%	29,6%	29,1%
segment organiczny	12,0%	13,7%	5,8%	6,9%	14,7%	8,4%	6,8%	13,5%	10,2%	14,2%	7,4%	6,1%	9,9%	11,1%	9,6%
segment krzemiany	2,5%	10,5%	7,9%	7,7%	10,5%	13,4%	13,6%	3,0%	7,6%	13,1%	19,9%	10,8%	6,8%	10,6%	13,8%
Marża EBIT	8,0%	10,2%	9,8%	11,6%	14,3%	14,7%	17,4%	13,4%	18,2%	16,6%	16,6%	15,9%	9,9%	15,0%	16,8%
Marża netto	0,8%	2,5%	3,6%	14,1%	6,4%	10,3%	14,6%	10,8%	12,3%	12,1%	12,1%	11,5%	5,2%	10,5%	12,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, szacunki własne

Porównanie prognoz 2016-2018 z konsensem

	2016P	2017P	2018P
Konsensus	855,1	843,3	817,3
Najnowsza (11.05.2016)	791,0	734,0	776,0
BDM	804,6	841,1	745,2
vs konsensus	-5,9%	-0,3%	-8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

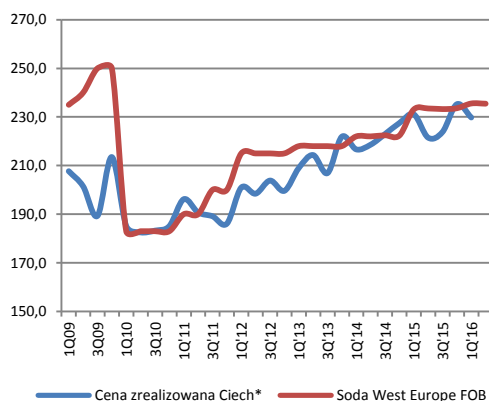
RYNEK SODY KALCYNOWANEJ

Ceny sody kalcyonowanej

W ostatnich kwartałach widzimy stabilizację cen sody kalcyonowanej w okolicach 230-235 EUR/t. Na ostatnich konferencjach wynikowych zarząd informował o lekkim wzroście cen w euro (FOB Europa +1% r/r w 1H'16) i spadku na rynkach zamorskich w dolarach (średnia zrealizowana cena w 1Q'16 bez zmian). Wg zarządu spółki rynek sody w Europie jest zbilansowany. Z jednej strony producentów sody wspiera dobra koniunktura w branży motoryzacyjnej i budowlanej, z drugiej odbiorcy wywierają presję w związku z niskimi cenami kluczowych surowców energetycznych czy przez planowany wzrost podaży (Chiny, Turcja). Dodatkowo w 1Q'16 nieplanowany postój Shandong Haihua Group's (ponad miesiąc) zabrał z rynku ok 3 mln ton mocy produkcyjnych (ok. 10% chińskich mocy), co pozwoliło znacząco podnieść ceny w Chinach. Obecnie moce te zostały w pełni przywrócone.

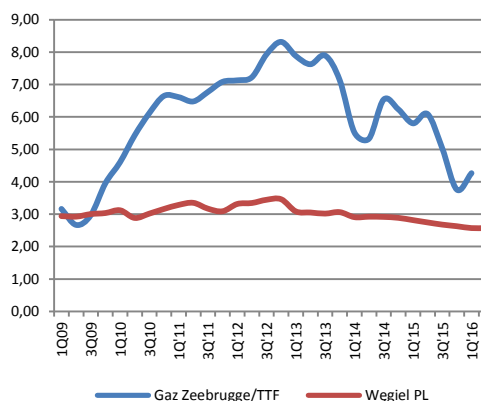
Oczekujemy utrzymania cen sody w latach 2016-2017 i 5% spadku w 2018 roku, kiedy na rynek wejdą nowe moce produkcyjne z Turcji. Przez nadpodaż wykorzystanie mocy produkcyjnej spadnie poniżej 80%, co ostatni raz miało miejsce w latach 2009-2010. Zmusi to wysokokosztowych producentów do zamknięcia swoich fabryk. Polskie fabryki Ciechu należą do najbardziej efektywnych w Europie (marża EBITDA >30%).

Ceny sody kalcyonowanej [EUR/t]



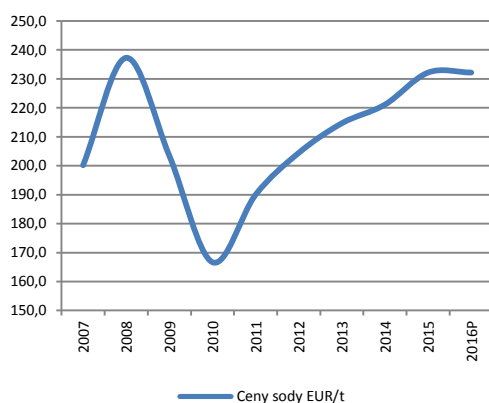
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka. *- szacunki własne

Ceny kluczowych surowców: węgla i gazu [EUR/MMBTU]



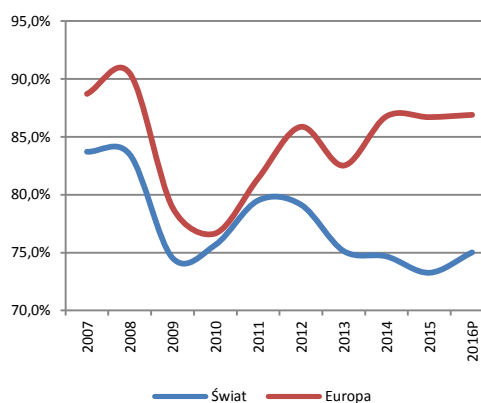
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka.

Ceny sody kalcyonowanej [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka.

Oczekiwana nadpodaż w Europie w 2018-2019 roku

Wg ostatnich informacji projekt sody naturalnej Ciner w Turcji (2,5 mln ton na złożu Kazań) ma być gotowy do końca 2017 roku (pierwotny termin 2014 rok). Dodatkowo w 2017 roku zakończona zostanie rozbudowa mocy fabryki Eti Soda na złożu Bepazari (0,5 mln ton- pierwotny termin 2012 rok). W ostatnich sprawozdaniach zarząd Ciech wskazywał, że przygotowuje się na zwiększoną podaż sody w wysokości nawet 3,3 mln ton w perspektywie 2 lat. Dodatkowo, w marcu'16 turecka firma Teyo poinformowała o budowie fabryki na Białorusi (koniec w 2019 roku, moce 1 mln ton). Projekty te znacząco zmienią bilans rynku w rejonie Europy (spadek wykorzystania mocy z obecnych <90% do 70-80%), zmuszając wysokokosztowych producentów na Zachodzie do zamknięcia swoich fabryk. Zwracamy przy tym uwagę, że polskie fabryki Ciech należą do najbardziej efektywnych w Europie (marża EBITDA >30%).

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.

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	CAGR 2007-204	CAGR 214-2020
Max moce	53,8	55,1	59,2	62,8	64,5	66,8	68,3	68,7	70,6	72,7	75,9	77,4	79,4	79,4		
naturalna	14,5	14,7	15,3	15,6	16,2	16,7	16,8	17,2	17,7	17,7	18,2	19,7	20,7	20,7	2,3%	2,6%
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/Ciner*	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	1,7	2,0	2,0	2,5	4,0	5,0	5,0		16,7%
ETI Soda	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	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	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9		6,0%
pozostałe	0,6	0,8	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,2%	0,0%
syntetyczna	39,3	40,5	43,9	47,2	48,4	50,2	51,5	51,5	52,9	55,0	57,8	57,8	58,8	58,8	3,5%	1,9%
Chiny	18,0	19,2	22,0	24,3	26,8	29,3	31,0	33,5	34,8	37,4	40,0	40,0	40,0	40,0	8,3%	2,6%
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	4,7	4,7	5,7	5,7	0,6%	4,3%
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%
Białoruś	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	1,2	1,2		
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	2,7	1,2	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-14,8%	-11,5%
Wykorzystanie mocy	83,7%	83,5%	74,5%	75,7%	79,5%	79,1%	75,1%	74,7%	73,3%	75,0%	74,0%	74,8%	75,1%	77,4%	-1,6%	0,5%
Europa	13,5	13,6	14,8	15,9	15,4	15,4	15,5	14,5	14,9	15,1	15,8	17,3	19,3	19,3	0,9%	4,1%
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	4,7	4,7	5,7	5,7	0,6%	4,3%
Turcja (trona)	0,0	0,0	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	1,7	2,0	2,0	2,5	4,0	5,0	5,0		16,7%
Wykorzystanie mocy	88,7%	90,5%	78,9%	76,7%	81,4%	85,9%	82,5%	86,8%	86,7%	86,9%	84,0%	77,6%	70,4%	71,2%		
Ceny sody EUR/t	200,2	237,3	203,4	166,7	190,0	204,4	214,7	221,1	232,2	232,2	232,2	220,5	220,5	225,0	-1,0%	0,2%
zmiana r/r	0,0%	18,5%	-14,3%	-18,1%	14,0%	7,6%	5,0%	3,0%	5,0%	0,0%	0,0%	-5,0%	0,0%	2,0%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., USGS, Bloomberg, Spółki sodowe. *- Tronox w lutym, '15 zakupił aktywa sodowe FMC. Ciner w lipcu '15 zakupił OCI Resources.

STRATEGIA ZARZĄDU VS ZAŁOŻENIA BDM

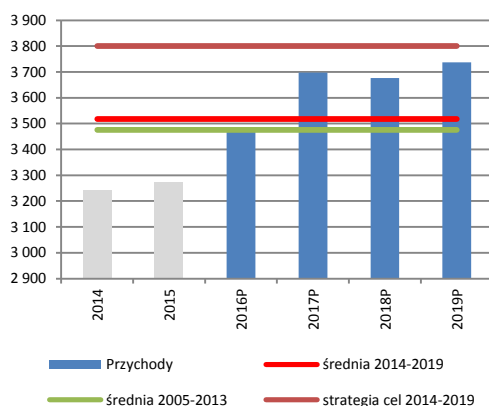
W listopadzie 2014 roku RN podjęła uchwałę zatwierdzającą przedstawioną przez Zarząd strategię spółki na lata 2014-2019. Celem strategicznym jest maksymalizacja wartości grupy głównie przez rozwój w segmencie sodowym. Strategia zakłada osiągnięcie następujących celów finansowych (2014-2019):

- 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.

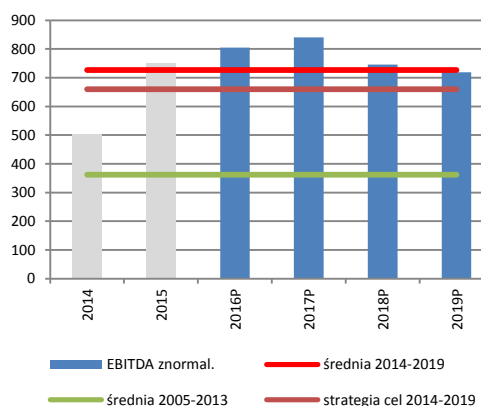
W latach 2014-2015 strategia została zrealizowana z nawiązką. Znormalizowana EBITDA w 2015 roku wzrosła do 750 mln PLN, a spółka zgodnie z planem oddała nowe inwestycje zwiększające moce produkcyjne (Soda 200 w 1Q'16, projekt krzemianowy w 2H'16), co powinno zwiększyć EBITDA o blisko 100 mln PLN w latach 2016-2017 (szczyt wyników). Nasza średnioroczna EBITDA w latach 2014-2019 to ok. 730 mln PLN wobec strategii spółki 660 mln PLN.

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



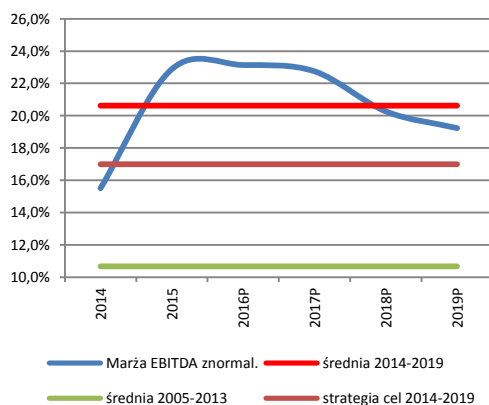
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



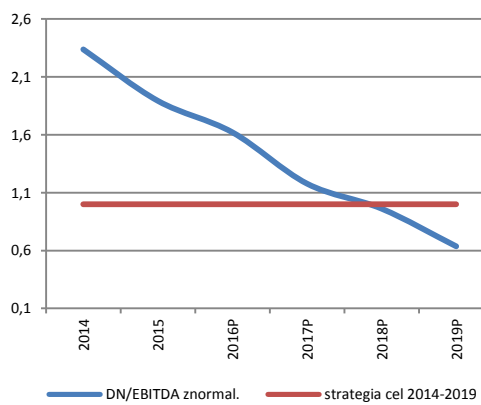
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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 2015-2017

Realizacja naszych prognoz za 2015 rok była ok. 25% wyższa, na co wpłynął nie tylko segment sodowy (+20% EBITDA- efekt wyższego o 6-7% wolumenu sody, lepszych o ok. 2% cen, niższych cen surowców: węgla -5% i gazu -12%, a także mniejsze zatrudnienie), ale również segment Krzemianowy (niższa cena gazu). Na kolejne lata tendencje są podobne. Względem ostatniego raportu prognozę EBITDA na lata 2016-2017 podwyższyliśmy o ok. 30%. Największa względna zmiana dotyczy segmentu krzemianowego, gdzie w 2H'16 spółka kończy ważny projekt podwojenia mocy krzemianów pod kontrakt z Solvay. Wartościowo o 70-100 mln PLN podwyższyliśmy EBITDA segmentu sodowego (12-17%) uwzględniając wyższe o 6-7% wolumeny sprzedaży (szybsze dojście do pełnych mocy po zakończeniu programu Soda 200), wyższe ceny sody kalcynowanej i niższe koszty surowcowe (węgiel -5%, gaz -13%, ropopochodne - 20%), a także lepszą efektywność kosztową (zatrudnienie grupy 3,7 tys. osób niższe o ok. 150 osób).

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2015-2017 [mln PLN]

	2015			2016P			2017P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 123	3 273	5%	3 328	3 478	4%	3 508	3 698	5%
segment sodowy	2 139	2 214	4%	2 274	2 361	4%	2 395	2 456	3%
segment organiczny	743	767	3%	809	824	2%	863	923	7%
segment krzemiany	166	175	5%	171	195	14%	176	222	26%
Zysk brutto ze sprzedaży	753	874	16%	814	1 018	25%	859	1 090	27%
segment sodowy	602	713	18%	671	772	15%	711	790	11%
segment organiczny	101	134	33%	95	137	44%	101	167	66%
segment krzemiany	42	45	7%	44	56	27%	46	66	44%
EBITDA	565	708	25%	613	805	31%	652	841	29%
segment sodowy	525	630	20%	585	683	17%	621	693	12%
segment organiczny	79	86	9%	71	79	13%	76	107	42%
segment krzemiany	23	34	46%	25	41	67%	26	48	84%
EBIT	361	490	36%	403	584	45%	431	609	41%
segment sodowy	369	473	28%	425	520	22%	453	522	15%
segment organiczny	46	51	11%	36	47	31%	39	74	87%
segment krzemiany	11	19	68%	12	27	118%	13	33	151%
Zysk netto	116	343	195%	260	418	61%	285	449	57%

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 19.02.2015

ZAŁOŻENIA NA LATA 2016-2025

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	1 968	2 147	2 236	2 309	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337
Polska	1 067	1 150	1 250	1 302	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330
Niemcy	541	561	561	570	570	570	570	570	570	570	570	570
Rumunia	360	436	425	437	437	437	437	437	437	437	437	437
Żywiec	25	26	28	30	32	32	32	32	32	32	32	32
Środki ochrony roślin	10	11	9	11	12	14	14	14	14	14	14	14
Kwas fosforowy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nawozy Alwernia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krzemiany	97	100	151	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	54	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	0,7%	9,1%	4,1%	3,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	1,2%	7,8%	8,7%	4,2%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niemcy	0,4%	3,7%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumunia	0,0%	21,1%	-2,5%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec	-10,3%	7,1%	6,7%	6,3%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Środki ochrony roślin	18,5%	6,8%	-20,5%	24,1%	11,1%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kwas fosforowy	-100,0%											
Nawozy Alwernia	-100,0%											
Krzemiany	0,0%	3,3%	50,8%	32,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	11,1%	16,7%	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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Soda kalcynowana [EUR/t]	221	232	232	232	221	221	225	229	234	239	244	248
EPI* [EUR/t]	1 295	1 277	1 072	1 188	1 211	1 230	1 272	1 272	1 272	1 272	1 272	1 272
Żywiec epoksydowe [EUR/t]	2 228	1 934	1 979	2 194	2 237	2 272	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350	2 350
Żywiec poliestrowe [EUR/t]	1 635	1 482	1 431	1 586	1 617	1 643	1 699	1 699	1 699	1 699	1 699	1 699
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	3,0%	5,0%	0,0%	0,0%	-5,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EPI*	8,3%	-1,4%	-16,1%	10,8%	2,0%	1,6%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec epoksydowe	3,4%	-13,2%	2,4%	10,8%	2,0%	1,6%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec poliestrowe	0,8%	-9,4%	-3,4%	10,8%	2,0%	1,6%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A. *- od 1Q'13 (zamknięcie Zachem) pozycja krótka (surowiec do żywic)

Ceny benchmarkowych surowców

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	254	233	231	231	236	241	245	250	255	260	266	271
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	100	54	46	52	54	56	58	58	58	58	58	58
Fosfor żółty [USD/t]	127	129	132	134	137	140	142	145	148	151	154	157
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 244	1 087	907	1 049	1 122	1 126	1 151	1 175	1 175	1 175	1 175	1 175
Gaz ziemny Zeebrugge [USD/MMBTU]	8,1	6,4	4,5	5,3	5,4	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	-5,0%	-8,2%	-0,8%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ropa naftowa	-8,4%	-46,1%	-14,6%	13,8%	3,9%	3,6%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fosfor żółty	-14,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gaz ziemny PL	-0,7%	-12,6%	-16,5%	15,7%	7,0%	0,3%	2,2%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny Zeebrugge	-22,7%	-21,0%	-30,7%	19,5%	2,4%	10,1%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EUR/PLN	4,19	4,18	4,38	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
USD/PLN	3,16	3,77	3,88	3,86	3,79	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
Zmiana r/r												
EUR/PLN	-0,2%	0,0%	4,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-0,1%	19,5%	2,9%	-0,6%	-1,9%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2 486,1	2 860,3	3 230,5	3 257,4	3 275,0	3 288,5	3 298,5	3 303,5	3 307,4	3 310,1	3 311,5	3 311,6
Wartości niematerialne i prawne	116,5	140,9	147,6	154,9	161,6	168,1	174,5	180,7	186,8	192,7	198,5	204,2
Rzeczowe aktywa trwałe	2 036,7	2 305,0	2 668,4	2 688,0	2 698,9	2 705,9	2 709,5	2 708,3	2 706,1	2 702,9	2 698,5	2 692,9
Aktywa obrotowe	719,6	1 049,9	1 099,4	1 312,4	1 379,8	1 482,1	1 617,2	1 574,7	1 316,2	1 056,5	1 071,4	1 091,2
Zapasy	257,8	293,6	312,0	331,7	329,9	335,3	342,2	347,4	352,7	358,1	363,6	369,2
Należności krótkoterminowe	409,1	499,2	533,8	567,5	564,3	573,6	585,4	594,3	603,3	612,6	622,0	631,6
Investycje krótkoterminowe	52,8	257,1	253,6	413,1	485,6	573,1	689,6	633,0	360,2	85,8	85,9	90,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	49,2	202,9	199,4	359,0	431,5	519,0	635,4	578,8	306,0	31,7	31,7	36,3
Aktywa razem	3 205,7	3 910,3	4 329,8	4 569,8	4 654,8	4 770,6	4 915,6	4 878,2	4 623,6	4 366,6	4 382,9	4 402,8
Kapitał (fundusz) własny	994,8	1 345,6	1 763,7	2 114,2	2 404,7	2 679,9	2 955,8	3 183,8	3 194,4	3 202,5	3 206,8	3 214,5
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	470,8	813,7	1 133,7	1 484,3	1 774,8	2 050,0	2 236,9	2 236,9	2 236,9	2 236,9	2 236,9
Niepodzielony wynik finansowy	66,8	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4	234,4
Zysk (strata) netto	167,1	342,8	418,1	448,6	388,5	373,2	373,9	414,9	425,6	433,7	438,0	445,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 220,2	2 568,8	2 570,1	2 459,5	2 254,0	2 094,6	1 963,8	1 698,3	1 433,0	1 168,0	1 180,0	1 192,2
Rezerwy na zobowiązania	248,8	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9	253,9
Zobowiązania długoterminowe	1 285,1	1 630,1	1 616,1	1 462,5	1 261,1	1 089,7	944,0	667,1	390,3	113,5	113,5	113,5
-oprocentowane	1 176,5	1 494,8	1 502,6	1 349,0	1 147,6	976,2	830,5	553,7	276,8	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	686,3	684,8	700,1	743,2	739,1	751,0	765,9	777,3	788,8	800,6	812,6	824,9
-oprocentowane	27,7	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3 205,7	3 910,3	4 329,8	4 569,8	4 654,8	4 770,6	4 915,6	4 878,2	4 623,6	4 366,6	4 382,9	4 402,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	3 243,9	3 273,0	3 477,9	3 697,9	3 677,1	3 737,8	3 814,2	3 872,2	3 931,2	3 991,4	4 052,7	4 115,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 563,1	2 398,9	2 457,2	2 609,0	2 682,0	2 760,9	2 833,9	2 874,3	2 915,5	2 957,6	3 000,9	3 045,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	680,9	874,1	1 020,7	1 088,9	995,1	976,8	980,4	997,8	1 015,7	1 033,8	1 051,9	1 070,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	364,6	348,6	421,9	460,0	461,3	469,2	478,7	486,7	494,9	503,3	511,9	520,6
Zysk (strata) na sprzedaży	316,2	525,5	598,9	629,0	533,8	507,6	501,7	511,1	520,8	530,4	540,0	549,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,1	-35,6	-15,2	-19,6	-20,9	-21,9	-22,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EBITDA	524,8	707,5	804,6	841,1	745,2	718,7	712,7	755,9	766,5	777,0	787,5	797,9
EBIT	320,3	489,8	583,6	609,3	512,9	485,7	478,8	521,1	530,8	540,4	550,0	559,5
Saldo działalności finansowej	-167,6	-212,6	-51,9	-41,9	-21,5	-13,7	-6,0	3,7	7,5	8,1	4,0	4,1
Zysk (strata) brutto	153,0	277,2	532,2	567,8	491,8	472,4	473,3	525,2	538,8	548,9	554,5	564,1
Zysk (strata) netto	167,1	342,8	418,1	448,6	388,5	373,2	373,9	414,9	425,6	433,7	438,0	445,7

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	442,6	457,1	621,0	662,2	610,6	589,8	587,6	629,5	646,0	663,1	672,4	680,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-283,7	-486,1	-585,6	-250,9	-238,7	-232,9	-227,3	-222,4	-227,0	-234,9	-238,7	-238,2
Przepływy z działalności finansowej	-212,6	182,9	-38,8	-251,7	-299,4	-269,4	-243,8	-463,8	-691,8	-702,4	-433,7	-438,0
Przepływy pieniężne netto	-53,7	153,9	-3,5	159,6	72,5	87,5	116,5	-56,6	-272,9	-274,3	0,0	4,6
Środki pieniężne na początek okresu	105,6	49,2	202,9	199,4	359,0	431,5	519,0	635,4	578,8	306,0	31,7	31,7
Środki pieniężne na koniec okresu	49,2	202,9	199,4	359,0	431,5	519,0	635,4	578,8	306,0	31,7	31,7	36,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	1%	6%	6%	-1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	35%	14%	5%	-11%	-4%	-1%	6%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	53%	19%	4%	-16%	-5%	-1%	9%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	105%	22%	7%	-13%	-4%	0%	11%	3%	2%	1%	2%
Marża brutto na sprzedaży	27%	29%	29%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Marża EBITDA	22%	23%	23%	20%	19%	19%	20%	19%	19%	19%	19%
Marża EBIT	15%	17%	16%	14%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Marża brutto	8%	15%	15%	13%	13%	12%	14%	14%	14%	14%	14%
Marża netto	10%	12%	12%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
COGS / przychody	73%	71%	71%	73%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%
SG&A / przychody	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
SG&A / COGS	15%	17%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
ROE	26%	24%	21%	16%	14%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
ROA	9%	10%	10%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Dług	1 541,5	1 502,6	1 349,0	1 147,6	976,2	830,5	553,7	276,8	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	39%	35%	30%	25%	20%	17%	11%	6%	0%	0%	0%
D / E	64%	53%	42%	33%	26%	20%	13%	6%	0%	0%	0%
Odsetki / EBIT	-43%	-9%	-7%	-4%	-3%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%
Dług / kapitał własny	115%	85%	64%	48%	36%	28%	17%	9%	0%	0%	0%
Dług netto	1 338,5	1 303,2	990,0	716,1	457,3	195,1	-25,2	-29,2	-31,7	-31,7	-36,3
Dług netto / kapitał własny	99%	74%	47%	30%	17%	7%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Dług netto / EBITDA	1,9	1,6	1,2	1,0	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBIT	273%	223%	162%	140%	94%	41%	-5%	-5%	-6%	-6%	-6%
EV	4 605,9	4 570,6	4 257,4	3 983,5	3 724,7	3 462,4	3 242,2	3 238,2	3 235,7	3 235,7	3 231,1
Dług / EV	33%	33%	32%	29%	26%	24%	17%	9%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	15%	17%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
CAPEX / Amortyzacja	227%	268%	112%	108%	106%	104%	102%	102%	101%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Zmiana KO / Przychody	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	502%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	9,5	7,8	7,3	8,4	8,8	8,7	7,9	7,7	7,5	7,5	7,3
P/BV*	2,4	1,9	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	5,8	5,1	4,8	5,3	5,4	5,4	5,0	4,9	4,9	4,8	4,8
EV/EBITDA*	6,5	5,7	5,1	5,3	5,2	4,9	4,3	4,2	4,2	4,1	4,0
EV/EBIT*	9,4	7,8	7,0	7,8	7,7	7,2	6,2	6,1	6,0	5,9	5,8
EV/S*	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
BVPS	25,5	33,4	40,0	45,6	50,8	56,0	60,3	60,5	60,7	60,8	60,9
EPS	6,5	7,9	8,5	7,4	7,1	7,1	7,9	8,1	8,2	8,3	8,5
CEPS	10,6	12,1	12,9	11,8	11,5	11,5	12,3	12,5	12,7	12,8	13,0
FCFPS	7,4	7,0	6,9	7,7	7,8	8,0	8,2	8,3	8,3	0,0	0,0
DPS	0,0	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9	3,5	7,9	8,1	8,2	8,3
Payout ratio	0,0%	0,0%	21,9%	25,2%	26,3%	26,2%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
DY*	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,7%	12,7%	13,0%	13,3%	13,4%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 62,0 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 stałą

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, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
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
Akumuluj	73,5	Redukuj	43,2	08.06.2016	62,0	46 276,5
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 2Q'16:

Kupuj	5	33%
Akumuluj	6	40%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	2	13%
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

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.

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).

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 08.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.06.2016 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 częstotliwości 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.

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 pełnomocnicy. 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 08.06.2016 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.