



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ (POPRIEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 82,4 PLN

22 LUTY 2017, 11:59 CEST

Sentyment inwestycyjny do spółki wyraźnie się poprawił w ostatnich tygodniach. Uważamy, że ma on fundamentalne podstawy, a wpływ wzrostu cen surowców energetycznych na wyniki grupy w 2017 roku nie będzie tak dotkliwy, jak pierwotnie sądziliśmy. Dodatkowo podkreślamy, że wzrost notowań węgla i koks uderza przede wszystkim w producentów chińskich, którzy są największymi (46% światowych mocy) i marginalnymi (50% mocy to bardziej energochłonna metoda Hou) producentami sody kalcynowanej na świecie. Akcentując wciąż atrakcyjną wycenę rynkową, z dyskontem do innych producentów sody i krajowych spółek chemicznych, oraz zdecydowaną poprawę przepływów pieniężnych widoczną już w 2016 roku, decydujemy się utrzymać zalecenie AKUMULUJ dla spółki z ceną docelową 82,4 PLN/akcję.

W styczniu'17 ceny sody kalcynowanej w Chinach wzrosły o ok. 30% r/r i znalazły się powyżej europejskich i amerykańskich benchmarków. Co więcej, przez zamknięcie małych i nieefektywnych fabryk (koncentracja na ochronie środowiska w nowym Planie Rozwoju Chin 2016-2020), a także przez brak nowych mocy, bilans rynku jest ciśniejszy. Dotychczas Chiny były największym rynkiem przyrostu mocy produkcyjnych na świecie (+12 mln ton w 2007-2015, CAGR ok. 7%). Teraz największego wzrostu należy spodziewać się z Turcji, choć skala inwestycji jest zupełnie inna (+3 mln ton w 2017-2018 roku).

W 2016 roku akcje Ciechu należały do najsłabszych w sektorze (-33%). W 1H'16 sentyment obniżyły powracające kwestie prywatyzacji spółki z 2014 roku, a w 2H'16 obawy wzbudziły dynamicznie rosnące ceny surowców energetycznych (węgiel, koks i gaz) stanowiących ponad 20% kosztów ogółem grupy. Niemniej w ostatnich tygodniach obserwujemy systematyczny spadek cen (węgiel koksujący z 300 na 150 USD/t), a zarząd spółki informował o zgromadzonych zapasach i możliwości zastępowania koksu tańszym antracytem. W rezultacie nie widać większego wpływu surowców na wyniki 4Q'16/1Q'17.

W 4Q'16/1Q'17 efekt wyższych kosztów surowcowych powinien być zneutralizowany rosnącym wolumenem sprzedaży sody kalcynowanej z polskich zakładów, gdzie marża jest najwyższa (ok. 40% EBITDA vs 30% segmentu). W 4Q'16 produkcja sody wg GUS wzrosła o 22% r/r. Wolumen powinien wspierać wyniki także w 1Q'17. Najsłabszym kwartałem w 2017 roku powinien być 2Q'17 z uwagi na dłuższy postój remontowy w Janikowie i wzrost kosztów surowcowych. Baza na ten okres jest bardzo wysoka (2Q'16 rekordowy w historii spółki). W okresie 2H'17 dynamika EBITDA powinna być już płaska r/r.

2016 rok był dla Ciechu rekordowy (EBITDA >850 mln PLN). Od 2010 roku kluczowy biznes spółki funkcjonował w deflacyjnym otoczeniu surowcowym, przez co EBITDA wzrosła blisko 3x (CAGR 19%). Zmiana otoczenia na inflacyjne nie pozwoli poprawić wyników w latach 2017-2018, a pozostałe segmenty spółki nie są w stanie załatać ewentualnej „dziury” po sodzie (EBITDA -16% do 2018 roku). Niemniej rynek, w tym my, może zbyt ostrożnie podchodzić do perspektyw dwóch najbliższych lat. Nasze założenia (EBITDA) są 2-6% powyżej konsensusu, a w relacji do strategii zarządu 2014-2020 o ok.9%

	2013*	2014*	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	3 501,0	3 243,9	3 273,0	3 417,7	3 536,1	3 537,8
EBITDA [mln PLN]	437,0	500,8	707,5	868,7	767,9	714,1
EBIT [mln PLN]	220,4	296,3	489,8	649,5	538,4	477,6
Wynik netto [mln PLN]	84,3	94,2	342,8	530,4	391,1	355,2
P/BV	4,3	4,0	2,9	2,3	2,0	1,7
P/E	46,3	41,4	11,4	7,4	10,0	11,0
EV/EBITDA	11,7	10,1	7,4	5,9	6,6	6,8
EV/EBIT	23,2	17,1	10,7	7,9	9,4	10,2

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe.

Wycena DCF [PLN]	78,9
Wycena porównawcza [PLN]	96,4
Wycena końcowa [PLN]	82,4
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	74,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 899,8
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	75,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	54,5

Stopa zwrotu za 3 mc	30,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	18,4%

Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
PZU TFI	10,1%
NN OFE	6,0%
Pozostali	42,9%

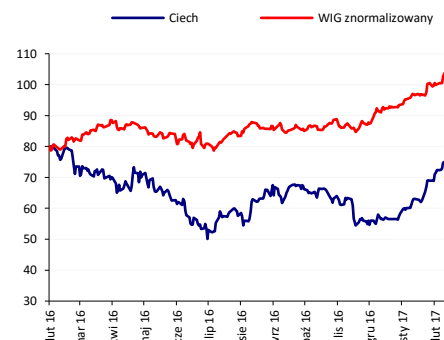
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części 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
POPRAWA OTOCZENIA SUROWCOWEGO I PRODUKTOWEGO...	3
... SZANSĄ NA PODNIESIENIE KONSENSUSU RYNKOWEGO	5
WCIAŻ ATRAKCYJNA WYCENA RYNKOWA	5
WYŻSZY KOSZT SUROWCÓW W 4Q'16/1H'17 ZNEUTRALIZOWANY DOBRYM WOLUMENEM SPRZEDAŻY	6
WYSOKA EFEKTYWNOŚĆ BIZNESU SODOWEGO	7
SPADEK CAPEX/KOSZTÓW FINANSOWYCH I ZDECYDOWANA POPRAWA CASH FLOW	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	14
PROGNOZA NA 4Q'16 I 2017 ROK	15
PERSPEKTYWY NA 2017 ROK	17
RYNEK SODY KALCYNOWANEJ	18
CENY SODY KALCYNOWANEJ	18
OCZEKIWANA NADPODAŻ W EUROPIE W 2018-2019 ROKU	19
STABILNY I WYSOKI POPYT Z PRZEMYSŁU SZKLARSKIEGO, SZANSĄ NA WZROST W DETERGENTACH	20
RYNEK SUROWCOWY	22
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE I W POLSCE.....	22
CENY WĘGLA KOKSUJĄCEGO I KOKSU	23
CENY GAZU I ENERGII W NIEMCZACH	23
STRATEGIA ZARZĄDU VS ZAŁOŻENIA BDM.....	24
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2016-2018	26
ZAŁOŻENIA NA LATA 2016-2025	27
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	28

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 78,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 96,4 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 82,4 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	78,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	96,4

Wycena spółki [PLN] 82,4

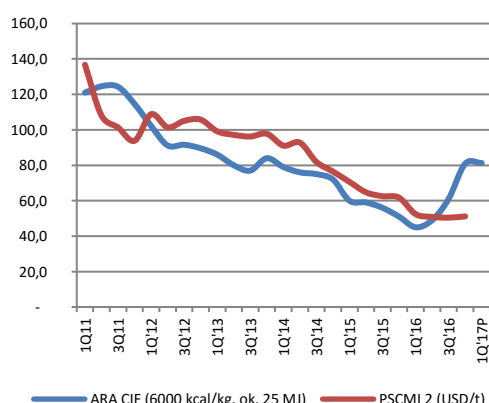
Źródło: BDM S.A.

Poprawa otoczenia surowcowego i produktowego...

Sentyment do spółki w końcówce 2016 roku zmieniły dynamicznie rosnące ceny węgla energetycznego i koksującego. Węgiel energetyczny jest podstawą produkcji pary technologicznej w polskich zakładach (własne EC), natomiast koksujący wykorzystywany jest do produkcji koksu, który z kolei używany jest do kalcynacji sody. W ostatnich tygodniach obserwowana jest spadkowa tendencja na tych surowcach (ceny spot węgla koksującego spadły z ponad 300 do 150 USD/t). Dodatkowo, zwracamy uwagę, że za silnym wzrostem cen węgla ARA nie poszły krajowe cenniki (PSCMI), a historycznie PSCMI był notowany z dyskontem do ARA w okresach wzrostów cen węgla.

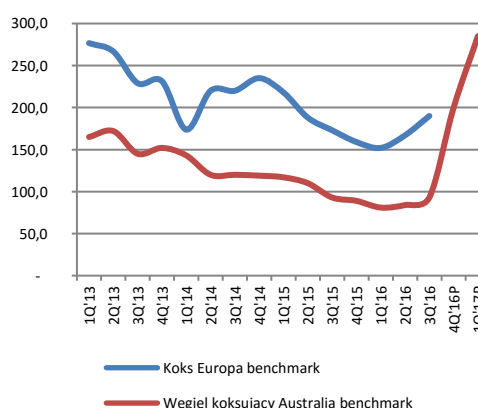
Głównym czynnikiem ryzyka dla cen sody kalcynowanej, kluczowego produktu spółki, jest wzrost mocy produkcyjnych w Turcji. Tamtejsza soda naturalna (3 mln ton do 2018 roku) jest bardzo konkurencyjna kosztowo, a jej sprzedaż na rynkach europejskich, przy obecnym bilansie rynku, mogłaby istotnie obniżyć ceny i zmusić wysokokosztowych producentów do zamknięcia swoich fabryk. Niemniej zwracamy uwagę na poprawę bilansu popyt-podaż na rynku chińskim w 2015-2016 roku, czego efektem w styczniu'17 jest ok. 30% r/r wzrost cen sody, powyżej europejskich i amerykańskich benchmarków. Dodatkowo warto podkreślić, że Chiny są największym na świecie (45% światowych mocy) i marginalnym producentem sody, przez co wzrost cen węgla, przy wyższej energochłonności (50% mocy w technologii Hou) uderza przede wszystkim w tamtejsze fabryki. Eksport sody z Chin w 2016 roku spadł o 10% r/r.

Ceny węgla: PSCMI 2 (PL) vs ARA [USD/t]



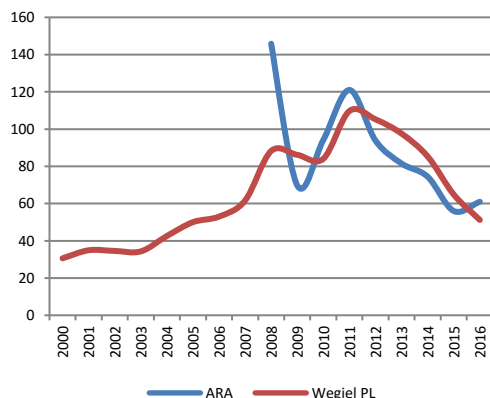
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Koks Europa vs węgiel koksujący [USD/t]



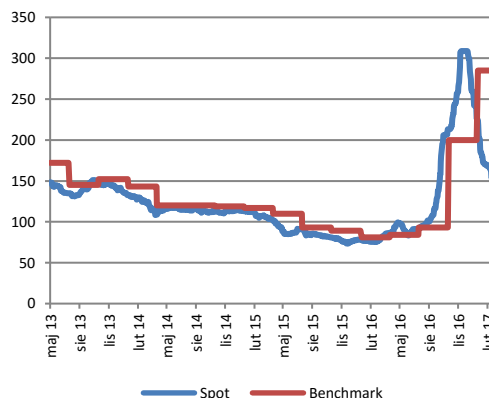
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, JSW

Ceny węgla: PSCMI 2 (PL) vs ARA [USD/t]



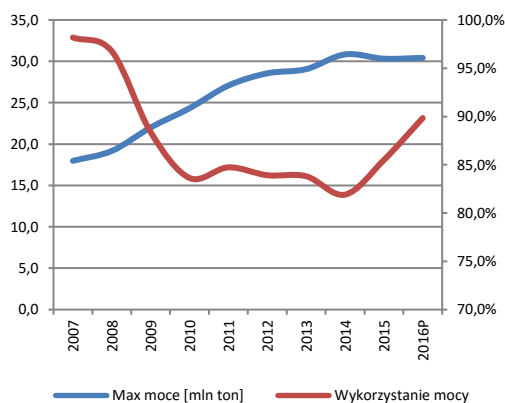
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, JSW

Węgiel koksujący benchmark vs spot [USD/t]



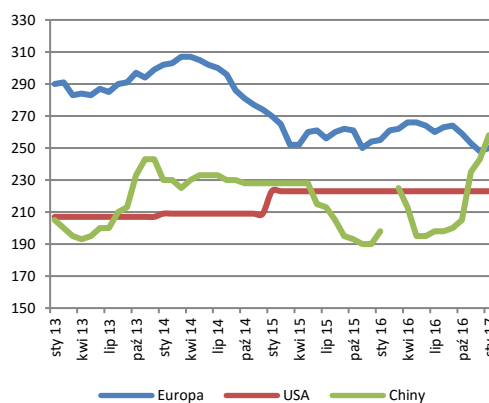
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Moce produkcyjne w Chinach i ich wykorzystanie



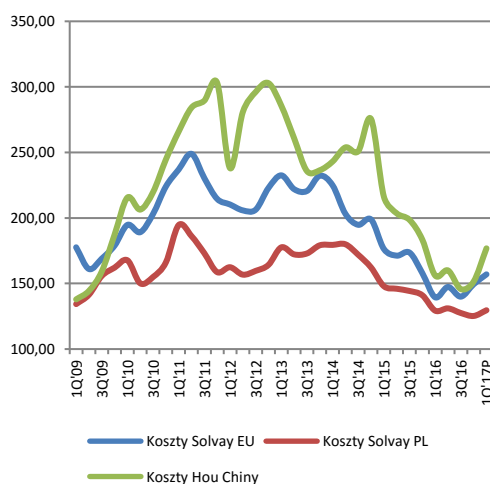
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne. LS- moce produkcyjne, PS- wykorzystanie mocy produkcyjnych

Ceny sody kalcynowanej w EU, USA i Chinach [USD/t]



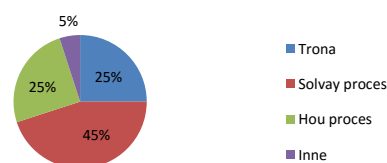
Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Koszty produkcji sody różnymi metodami [USD/t]



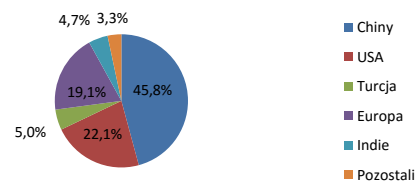
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne

Metody Produkcji sody kalcynowanej na świecie



Źródło: BDM S.A., OCI, 2015

Geograficzny podział mocy sody kalcynowanej na świecie

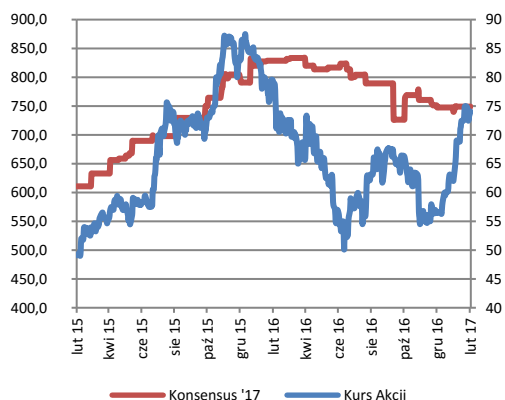


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki, szacunki własne

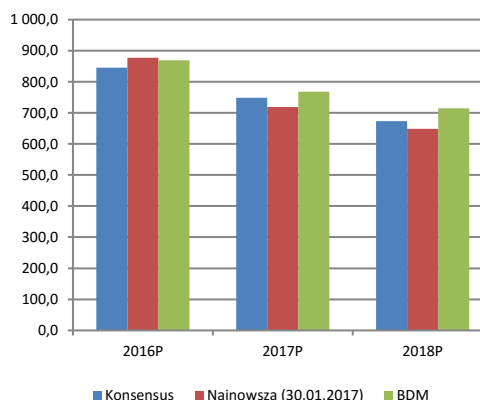
... szansą na podniesienie konsensusu rynkowego

Nasze prognozy na lata 2016-2018 są 3-6% powyżej konsensusu. Liczymy, że dzięki poprawie otoczenia surowcowego i produktowego, będzie on stopniowo podnoszony.

Historia konsensusu EBITDA na 2017 rok vs kurs akcji



Założenia BDM na tle konsensusu rynkowego 2016-2018



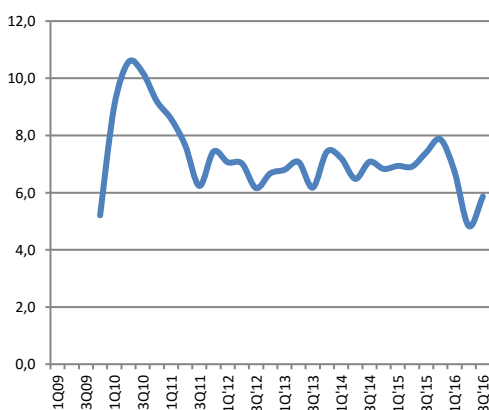
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. LS- EBITDA'17, PS- kurs akcji Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Wciąż atrakcyjna wycena rynkowa

Obecna wycena rynkowa znajduje się blisko historycznych minimów ($EV/EBITDA\ LTM < 6,0x$), a w 4Q'16 spółka powinna jeszcze poprawić wyniki finansowe. W rezultacie Ciech handlowany jest z ok. 20% dyskontem do innych producentów sody kalcyonowanej czy krajowych spółek chemicznych. Mimo słabszej ścieżki wynikowej w 2017-2018, co wydaje się założeniem konserwatywnym, dyskonto to powinno być utrzymane.

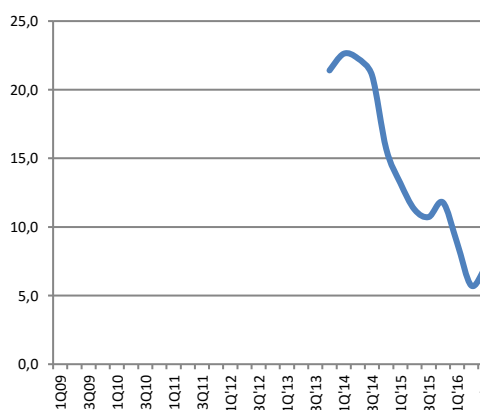
Historycznie Ciech handlowany był z ok. 5% dyskontem do Solvay. Obecnie, dyskonto to sięga 20-30%. W przypadku tureckiego producenta metodą Solvaya (Soda Sanayii) Ciech notowany był z ponad 20% premią, co wynikało z zagrożenia związanego z powstaniem nowych mocy produkcyjnych trony w Turcji (Soda Sanayii 70% produktu sprzedaje w kraju). Obecnie Ciech handlowany jest nawet z dyskontem.

Historyczna EV/EBITDA (kursy EoP)



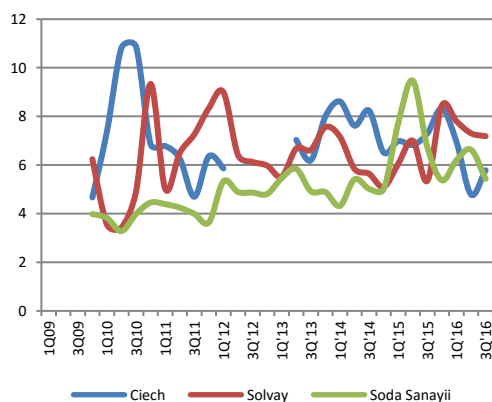
Źródło: BDM S.A., Spółka

Historyczne P/E (kursy EoP)



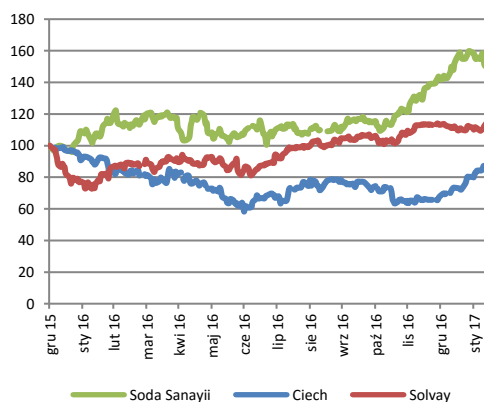
Źródło: BDM S.A., Spółka

Historyczna EV/EBITDA Ciech, Solvay, Soda Sanayii*



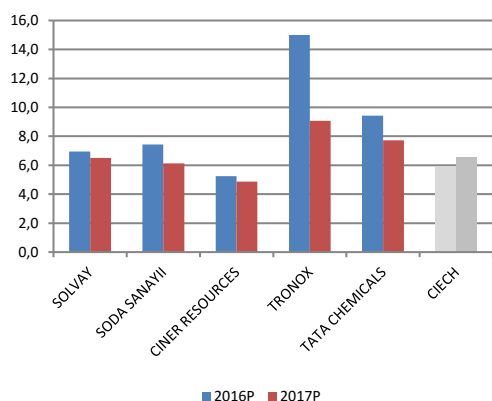
Źródło: BDM S.A., Spółki, Bloomberg. *- kurs EoP

Znormalizowane kursy akcji Ciech, Solvay i Soda Sanayii*



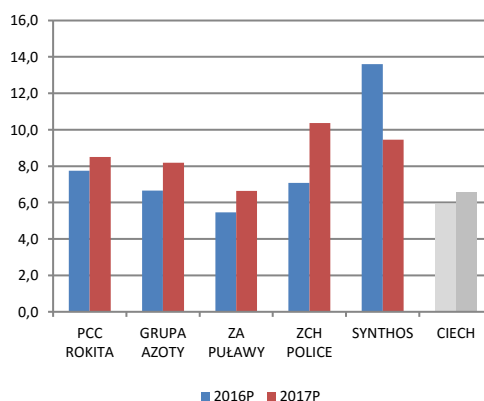
Źródło: BDM S.A., Spółki, Bloomberg * 2015=100

Prognozowana EV/EBITDA w '16 i '17- spółki sodowe



Źródło: BDM S.A., Spółka

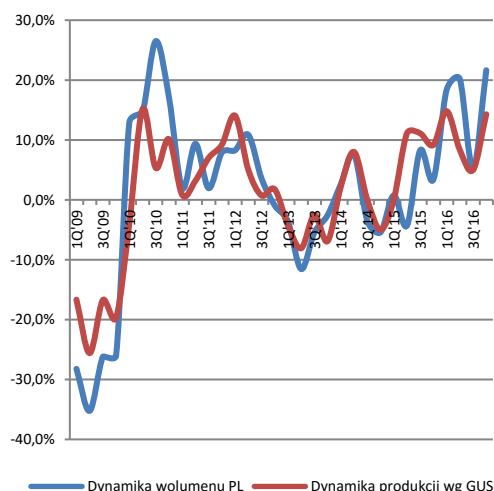
Prognozowana EV/EBITDA w '16 i '17- chemia polska



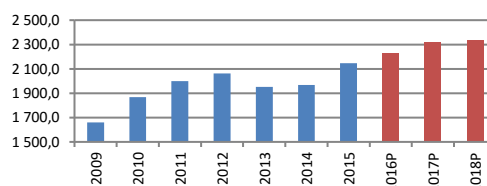
Źródło: BDM S.A., Spółka

Wyższy koszt surowców w 4Q'16/1H'17 zneutralizowany dobrym wolumenem sprzedaży

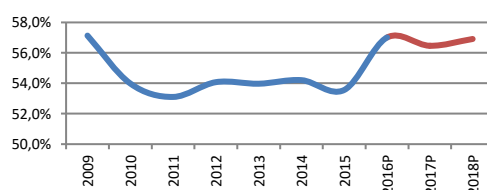
W 4Q'16 dynamika produkcji sody kalcynowanej wg GUS wyniosła ponad 20% r/r, co mogłoby oznaczać wzrost wolumenów sprzedaży z polskich zakładów w wysokości nawet 60 tys. ton r/r (oczekujemy +14% r/r). Koszt produkcji sody z krajowych fabryk jest najniższy, więc spółka realizuje w tym przypadku najwyższą marżę (blisko 40% EBITDA vs 30% średnia segmentu). Trend wzrostu wolumenu sprzedaży, gł. z Polski, powinien być kontynuowany w najbliższych okresach dzięki wyższej utylizacji nowych mocy z programu soda 200+.

Dynamika wolumenu sprzedaży sody vs produkcja GUS

Źródło: BDM S.A., Spółka, GUS. [r/r]

Sprzedaż sody kalcynowanej Ciech 2009-2018P*

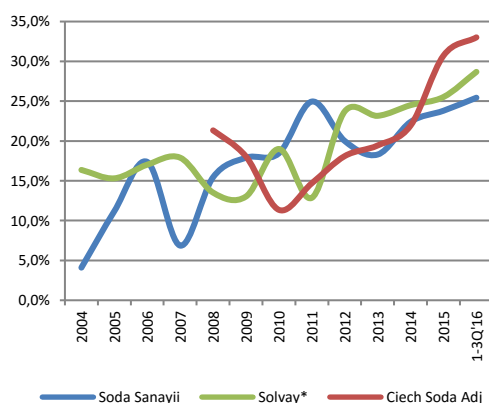
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. *- [tys. ton]

Udział wolumenów sprzedaży z Polski vs sprzedaż ogółem

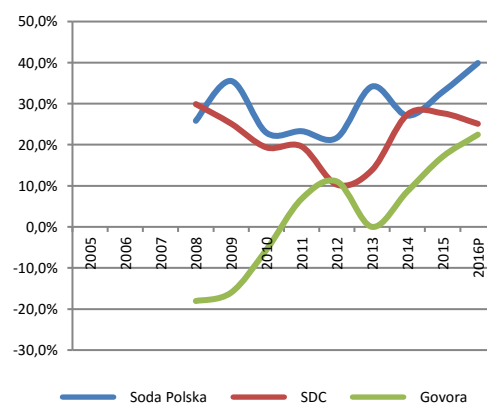
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

Wysoka efektywność biznesu sodowego

W ostatnich kwartałach marża podstawowego segmentu sodowego (ok. 90% EBITDA grupy) przekroczyła 30%, czyli istotnie powyżej marży 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 sodowych Ciech

Źródło: BDM S.A., szacunki własne

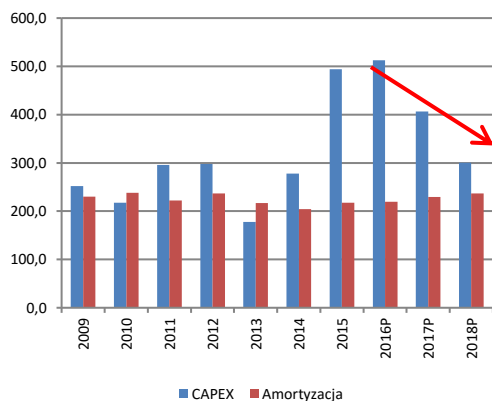
Spadek CAPEX/kosztów finansowych i zdecydowana poprawa cash flow

2016 rok to ostatni okres podwyższonych wydatków inwestycyjnych. Zarząd spółki zapowiedział CAPEX w wysokości 623 mln PLN (zakładamy ok 500 mln PLN z uwagi na przesunięcie projektów środowiskowych). W kolejnych latach CAPEX powinien być już coraz mniejszy (ok. 400 mln PLN w '17, ok. 300 mln PLN w '18 i na poziomie amortyzacji w długim terminie).

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.

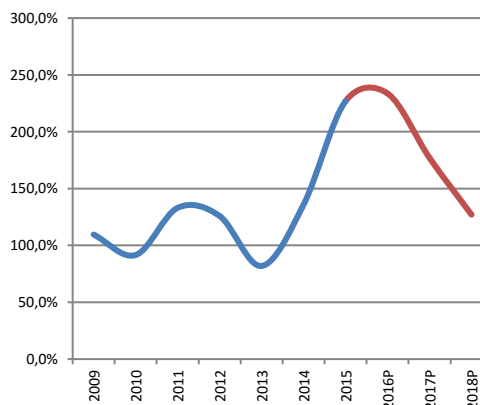
W efekcie zmniejszonych nakładów inwestycyjnych i obciążeń finansowych oczekujemy zdecydowanej poprawy przepływów finansowych, co pozwoli oddłużyć firmę i kontynuować trwałą politykę dywidendową (2,85 DPS w 2016 roku, oczek. 2,2 DPS w kolejnych latach).

CAPEX i amortyzacja [mln PLN]



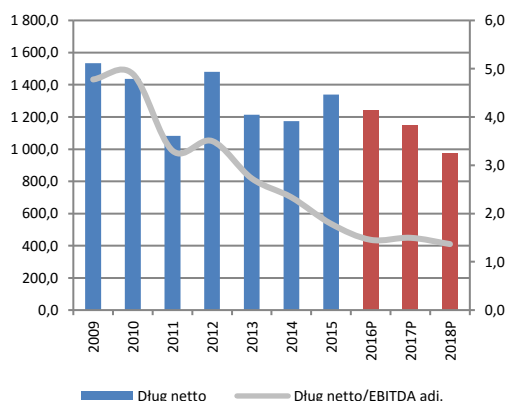
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

CAPEX/amortyzacja



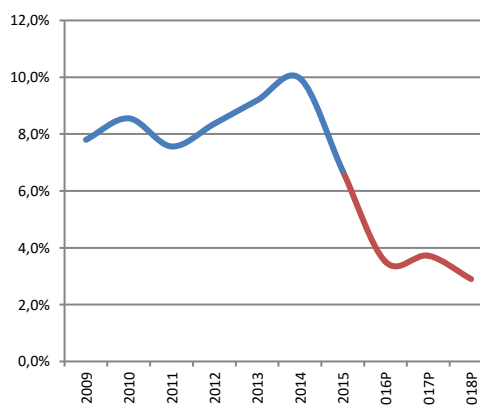
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

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



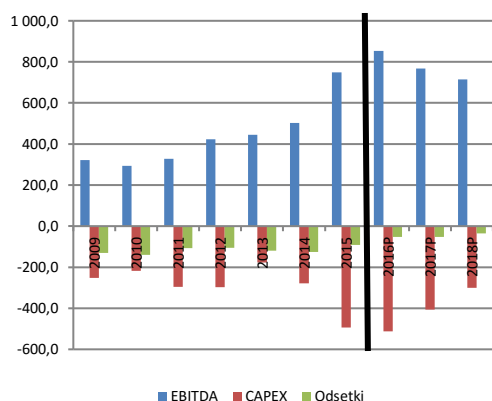
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS: EBITDA, PS: Dług netto/EBITDA

Średnie oprocentowanie zadłużenia



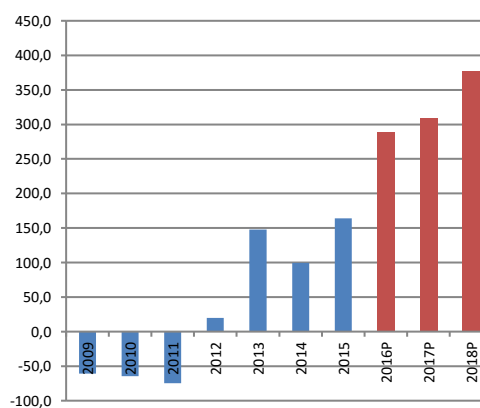
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

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 powstania nowej konkurencji w Turcji

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. 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 2H'17-1H'18.

▪ Ryzyko wzrostu cen energii (gł. węgla) i surowców petrochemicznych

Energia i para wodna stanowi główny składnik kosztów produkcji sody. Dywizja sodowa w Polsce posiada własne elektrociepłownie opalane węglem kamiennym, gdzie na przełomie 2016/2017 roku obserwowane były dynamiczne wzrosty cen (z ok. 40 USD/t do 80 USD/t w ARA). W Rumunii spółka nabywa energię i parę od zewnętrznych dostawców (wzrost kosztów o 16% w 2016 roku), 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.

▪ 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 4,39 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.

▪ 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.

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 3Q'16 zadłużenie netto kształtowało się na poziomie 1,3 mld PLN (1,6x EBITDA Adj.) i mimo znaczącej poprawy wyników w latach 2012-2016 (z 450 do 850 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 2016-2017 roku (0,9 mld PLN) zadłużenie netto nie spadnie poniżej 1 mld PLN do 2018 roku, co przy głębszym załamaniu koniunktury 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.

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 27):

- Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku sody w 2017 roku oczekujemy 2% r/r spadku cen (0% r/r poprzednio) i 5% r/r spadku w 2018 roku (bez zmian) z uwagi na wejście nowych mocy produkcyjnych z Turcji (spadku cen nie było od 2010 roku!). W 2019 roku oczekujemy stabilizacji i następnie ok. 2% r/r wzrostu cen (bez zmian);
W przypadku ŚOR spodziewamy się średniorocznie ok. 1% r/r wzrostu cen (bez zmian);
Ceny pozostałych produktów organicznych uzależniamy od notowań ropy naftowej, gdzie prognozy opieramy o aktualną krzywą kontraktów terminowych (długoterminowo ok 58 USD/bb- bez większych zmian);
- 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 wroście mocy w Govorze (+60 tys. ton). Oczekujemy ich pełnego wykorzystania w 2018 roku.;
W 2016 roku spodziewamy się, że wolumen sprzedaży sody wzrósł o blisko 4% r/r wobec 9% r/r w 2015 roku. Ponad 10% r/r wzrósł wolumen z polskich zakładów, gdzie EBITDA jest najlepsza. Ponad 9% r/r spadek wystąpił w Govorze (najniższa marża) przez wymuszony postój spowodowany brakiem dostaw pary z CET.
W 2017 roku oczekujemy kontynuacji wzrostu sprzedaży z polskich zakładów (+3% r/r). największego wzrostu spodziewamy się tym razem w Rumunii, gdzie dostawy pary zostały w pełni przywrócone (+11% r/r). łączny wolumen sprzedaży sody wzrośnie o ponad 4% r/r, czyli mocniej niż w 2016 roku.
W ŚOR spółka będzie systematycznie zwiększać wykorzystanie mocy MCPA, aczkolwiek proces ten jest wolniejszy niż pierwotnie sądziliśmy;
W Krzemianach spółka skończyła (2H'16) projekt szklatego krzemianu sodu (pod kontrakt z Solvayem), co umożliwi praktycznie podwojenie mocy produkcyjnych krzemianów ze 100 do 200 tys. ton. Wzrosty sprzedaży szczególnie będzie widać w 1H'17 (niska baza);
- Otoczenie surowcowe dla spółki jest mniej korzystne niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie, niemniej wydaje się stabilizować po dynamicznych wzrostach cen nośników energii z przełomu 2016/2017;
Obecnie zakładamy ok. 10% r/r wzrost cenników węgla energetycznego w okresie 2017-2018, co powinno zbliżyć ceny do benchmarku ARA (powyżej 70 USD/t). W długim terminie nasze założenia wzrostu kosztów do ok. 80 USD/t uważamy za konserwatywne (futures ARA sugerują spadek z obecnych ok. 80 USD/t do 60 USD/t);
W przypadku cen koksu spółka będzie musiała zmierzyć się z istotnym, praktycznie 3-krotnym wzrostem cen w 4Q'16/1Q'17. Potem oczekujemy normalizacji cenników (2H'17). Nasze założenia dla cen koksu opieramy o formułę 1,4*węgiel koksujący (benchmark Australia) +50 USD/t, co wydaje się bardzo konserwatywnym podejściem. Dodatkowo spółka informowała o zapasach na 1Q'17 i możliwości zamiany surowca na tańszy antracyt (zakładamy do 50%);
W przypadku cen gazu w Niemczech oczekujemy wzrostu kosztów do ok. 18 EUR/MWh w 2017 roku i utrzymania tego poziomu w kolejnych latach (poprzednio 16 EUR/MWh w '17 i 20 EUR/MWh długoterminowo). Niemniej spread do ceny energii jest korzystniejszy niż pierwotnie sądziliśmy, co wpłynie na poprawę wyniku EC o 10-20 mln PLN rocznie;
W sierpniu spółka poinformowała o zatrzymaniu produkcji w Govorze przez brak pary z CET (tamtejsza elektrociepłownia przechodziła przez układ z wierzycielami). Po kilkunastu dniach dostawy pary zostały wznowione, a w listopadzie'16 została wynegocjowana nowa umowa do końca 2018 roku. Szacujemy wzrost cenników o ok. 15-16%, co przekłada się na minimum 15 mln PLN więcej kosztów w skali roku. Nie zakładamy zmian cen pary w kolejnych latach.

- Zrewidowaliśmy nasze założenia odnośnie inwestycji. Na 2016 rok spółka zapowiedziała nakłady rzędu 623 mln PLN, ale wykonanie po 1-3Q'16 to ok. 380 mln PLN więc w całym roku CAPEX powinien się zmieścić w okolicy 500 mln PLN (poprzednio ok. 600 mln PLN)

W 2017 roku CAPEX powinien zbliżyć się do ok. 400 mln PLN, a w 2018 roku do ok. 300 mln PLN. Skumulowany CAPEX w 2016-2018 wyniesie ok. 1,2 mld PLN i jest wyższy o ok. 100 mln PLN niż w naszym ostatnim raporcie. Z nowych inwestycji spółka informowała o 10 mln PLN CAPEX w piankach PUR. Pozostały wzrost nakładów wynika z wyższych kosztów i przesunięć.

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	2017P	RAZEM
Soda +200 Inowrocław (z 600 na 800k ton)		60,0	165,0	75,0		300,0
Soda Góvora (+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 kotłowni OP140 (4 i 5)	10,0					10,0
Odsiarczanie/odazotowanie Janikowo/Inowrocław			100,0	100,0	100,0	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
nowy magazyn pianki PUR					10,0	10,0
inne	50,2		67,0	140,1	150,0	407,3
odtworzeniowy ("stay in biznes")-info spółka	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	400,0
postój remontowy Soda			20,0	30,0	50,0	100,0
CAPEX	177,5	278,0	494,0	512,5	406,5	1 868,5
Amortyzacja	216,6	204,5	217,7	219,3	229,6	1 087,7
Capex/amortyzacja	81,9%	136,0%	226,9%	233,7%	177,0%	171,8%

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

- W 2016 roku spółka nieoczekiwanie wypłaciła dywidendę (2,85 PLN DPS), której nie zakładaliśmy. Oczekujemy, że polityka ta, będzie kontynuowana w kolejnych latach. Od 2017 roku zakładamy 3% dywidendy (zgodnie ze strategią), czyli ok. 2,2 PLN/akcję (ok. 30% 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 2% (poprzednio 1%);
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 21% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 22 lutego 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 81,8 PLN.

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 273,0	3 417,7	3 536,1	3 537,8	3 588,0	3 630,0	3 687,3	3 747,1	3 807,8	3 867,3	3 924,6
EBIT [mln PLN]	489,8	649,5	538,4	477,6	483,7	502,5	548,1	560,7	573,2	586,2	600,0
Stopa podatkowa	21,2%	13%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	103,9	83,3	113,1	100,3	101,6	105,5	115,1	117,7	120,4	123,1	126,0
NOPLAT [mln PLN]	385,9	566,2	425,3	377,3	382,1	397,0	433,0	443,0	452,8	463,1	474,0
Amortyzacja [mln PLN]	217,7	219,3	229,6	236,5	238,5	238,3	238,4	238,6	239,1	239,7	240,3
CAPEX [mln PLN]	-494,0	-512,5	-406,5	-300,5	-240,2	-239,4	-239,5	-239,6	-239,7	-239,6	-239,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-146,0	7,6	-6,1	-0,1	-2,6	-2,2	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,0
FCF [mln PLN]	-36,4	280,5	242,3	313,2	377,8	393,7	428,9	438,9	449,1	460,1	472,2
DFCF [mln PLN]		263,6	211,6	253,7	283,3	273,0	274,2	258,0	242,2	227,7	214,3
Suma DFCF [mln PLN]		2 501,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		6 880,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		3 123,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 624,9									
Dług netto* [mln PLN]		1 466,8									
Wartość kapitału		4 158,1									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		78,9									

Przychody zmiana r/r	4,4%	3,5%	0,0%	1,4%	1,2%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
EBIT zmiana r/r	32,6%	-17,1%	-11,3%	1,3%	3,9%	9,1%	2,3%	2,2%	2,3%	2,4%
FCF zmiana r/r	-	-13,6%	29,3%	20,6%	4,2%	8,9%	2,3%	2,3%	2,5%	2,6%
Marża EBITDA	25,4%	21,7%	20,2%	20,1%	20,4%	21,3%	21,3%	21,3%	21,4%	21,4%
Marża EBIT	19,0%	15,2%	13,5%	13,5%	13,8%	14,9%	15,0%	15,1%	15,2%	15,3%
Marża NOPLAT	16,6%	12,0%	10,7%	10,6%	10,9%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%	12,1%
CAPEX / Przychody	15,0%	11,5%	8,5%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%
CAPEX / Amortyzacja	233,7%	177,0%	127,1%	100,7%	100,4%	100,5%	100,4%	100,2%	100,0%	99,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%

Źródło: BDM S.A.* - z końca '15+ 150 mln PLN dywidendy

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	64,9%	69,6%	74,4%	78,6%	82,3%	88,3%	94,2%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	35,1%	30,4%	25,6%	21,4%	17,7%	11,7%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,5%	7,6%	7,8%	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	64,7	69,7	75,8	83,5	93,6	107,3	127,2	158,4	214,6
	0,8	60,3	64,6	69,9	76,5	85,0	96,3	112,1	135,9	175,4
	0,9	56,2	60,0	64,6	70,3	77,5	86,9	99,8	118,3	147,4
	1,0	52,5	55,9	59,9	64,8	71,0	78,9	89,5	104,2	126,4
	1,1	49,1	52,1	55,6	59,9	65,2	71,9	80,7	92,7	110,0
	1,2	46,0	48,6	51,7	55,5	60,1	65,9	73,3	83,1	96,9
	1,3	43,0	45,4	48,2	51,5	55,5	60,5	66,8	75,0	86,2

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%	69,7	75,3	82,4	91,5	103,6	120,6	146,0	188,4	273,3
	4,0%	60,3	64,6	69,9	76,5	85,0	96,3	112,1	135,9	175,4
	5,0%	52,5	55,9	59,9	64,8	71,0	78,9	89,5	104,2	126,4
	6,0%	46,0	48,6	51,7	55,5	60,1	65,9	73,3	83,1	96,9
	7,0%	40,3	42,5	45,0	47,9	51,4	55,7	61,1	68,0	77,2
	8,0%	35,5	37,2	39,2	41,5	44,3	47,6	51,6	56,6	63,1
	9,0%	31,3	32,7	34,3	36,2	38,3	40,9	44,0	47,7	52,4

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%	152,5	140,4	129,9	120,6	112,3	105,0	98,3	92,4	86,9
	4,0%	126,6	115,0	105,0	96,3	88,7	82,0	76,0	70,7	65,9
	5,0%	107,3	96,3	86,9	78,9	71,9	65,9	60,5	55,7	51,4
	6,0%	92,4	82,0	73,3	65,9	59,5	53,9	49,1	44,7	40,9
	7,0%	80,4	70,7	62,6	55,7	49,8	44,7	40,3	36,4	32,9
	8,0%	70,7	61,5	53,9	47,6	42,1	37,4	33,4	29,8	26,6
	9,0%	62,6	53,9	46,8	40,9	35,8	31,5	27,7	24,4	21,5

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 z 21 lutego 2017 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,1 mld PLN, co odpowiada 96,4 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'17 na poziomie 6,5x, czyli z ok. 7% dyskontem do mediany spółek z grupy porównawczej. Dyskonto dla wskaźnika P/E wynosi ponad 20%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
SOLVAY SA	14,9	14,1	13,1	6,9	6,5	6,4	11,9	10,3	9,9
SODA SANAYII	8,5	8,1	8,2	7,4	6,1	6,2	9,5	7,9	8,3
CINER RESOURCE**	12,3	11,6	10,8	5,2	4,9	4,7	6,9	6,5	6,0
TRONOX*	0,0	0,0	0,0	15,0	9,1	9,1	0,0	0,0	0,0
TATA CHEMICALS	16,0	12,0	13,0	9,4	7,7	7,4	11,7	9,4	8,9
BASF	18,7	16,7	15,5	9,3	8,5	7,9	15,4	13,4	12,4
DOW CHEMICAL	15,1	14,0	13,4	8,2	7,5	7,0	11,8	10,9	10,3
WACKER CHEMIE	20,9	17,2	13,0	5,3	4,8	4,2	12,8	10,4	8,8
Mediana	15,1	14,0	13,0	7,8	7,0	6,7	11,8	10,3	8,9
CIECH	7,4	10,0	11,0	5,9	6,6	6,8	7,9	9,4	10,2
Premia/dyskonto do spółki	-51,3%	-28,6%	-15,6%	-24,4%	-6,3%	1,9%	-32,9%	-9,3%	14,3%
Wycena wg wskaźnika	152,1	103,6	87,7	103,7	80,5	72,3	121,7	83,8	62,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		114,5			85,5			89,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									

Wycena 1 akcji [PLN] 96,4

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 21.02.2017. *- 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	10,1	10,9	11,6	7,8	8,5	8,7	10,8	12,2	13,0
GRUPA AZOTY	17,7	26,2	15,6	6,7	8,2	6,3	13,4	19,7	12,2
ZA PUŁAWY	11,6	14,9	14,6	5,5	6,6	6,4	8,2	11,0	11,0
ZCH POLICE	13,7	20,3	11,8	7,1	10,4	7,3	15,0	19,7	11,4
SYNTHOS	26,2	11,8	15,5	13,6	9,5	11,3	19,2	11,7	15,1
MEDIANA	13,7	14,9	14,6	7,1	8,5	7,3	13,4	12,2	12,2
CIECH	7,4	10,0	11,0	5,9	6,6	6,8	7,9	9,4	10,2
Premia/dyskonto	-46,3%	-32,9%	-24,8%	-16,4%	-22,7%	-7,0%	-40,8%	-23,4%	-16,2%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 21.02.2017.

PROGNOZA NA 4Q'16 I 2017 ROK

Dane GUS o produkcji sody kalcynowanej w 4Q'16 sugerują ponad 20% wzrost r/r, co jest zapowiedzią rekordowego wolumenu sprzedaży w polskich zakładach. W Niemczech oczekujemy porównywalnych wolumenów, w Rumunii nieco słabszych, choć w 3Q'16 dostawy pary zostały w pełni przywrócone. W efekcie liczymy na przynajmniej 6% r/r wzrost wolumenów sprzedaży sody.

Ceny sody (licząc w EUR) były stabilne. Lekkie obniżki planowane są w bieżącym roku (zakładamy -2% r/r). Pozytywny wpływ na przychody i marżę kluczowego segmentu miał dalej EUR/PLN (+2,6% r/r). Z kolei negatywny wpływ miał wzrost kosztów kluczowych surowców: węgla energetycznego (+7% r/r) i koksu (+130% r/r), choć zarząd spółki sygnalizował że ma zapasy, a część niezbędnego do kalcynacji koksu zastępuje tańszym antracytem. W Niemczech znacząco wzrosły ceny gazu (+33% q/q, 0% r/r), ale również i energii, którą elektrociepłownia sprzedaje. Spread między ceną energii a kosztem gazu był wyższy, co pozytywnie przełoży się na marżę. Znacząco on jednak spadnie w 1Q'17. W Rumunii spółka wznowiła odbiór pary od CET po ok. 16% wzroście kosztów.

Reasumując oczekujemy, że rekordowy wolumen sprzedaży sody i korzystny kurs EUR/PLN z nawiązką zrekompensują efekt wyższych kosztów surowcowych. W podstawowym segmencie zakładamy ok. 180 mln PLN EBITDA (marża 30%) vs 155 mln PLN przed rokiem (marża 27%) i 200 mln PLN w 3Q'16 (marża 33%). W organice liczymy na lepsze wyniki głównie z uwagi na ŚOR. Okres 4Q jest sezonowo najlepszy w tej branży, a dane o produkcji GUS sugerują solidny wzrost pestycydów. Oczekujemy tam ok. 30 mln PLN EBITDA vs 28 mln PLN przed rokiem i 13 mln PLN w 3Q'16. W pozostałych segmentach nie oczekujemy większych zmian (wzrost w Krzemianach).

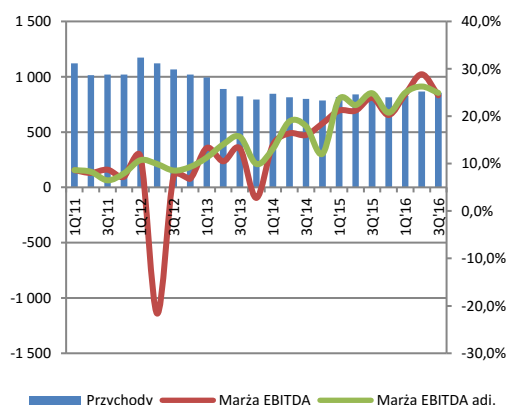
Reasumując, spodziewamy się ponad 200 mln PLN EBITDA w skali grupy. Rok 2016 spółka powinna zamknąć wynikiem ok. 850 mln PLN EBITDA (oczyszczona). W 2017 roku wyzwaniem z pewnością jest rynek surowcowy, a w dalszej części roku wzrost podaży z tureckich złóż trony (efekt w 2018 roku).

Prognozy wyników na 4Q'2016 [mln PLN]

	4Q'15	4Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	814,2	870,2	6,9%	3 273,0	3 417,7	4,4%	3 536,1	3,5%	3 537,8	0,0%
Wynik brutto na sprzedaży	207,3	270,5	30,5%	874,1	1 042,4	19,3%	1 030,4	-1,2%	979,7	-4,9%
EBITDA	165,0	206,6	25,3%	707,5	868,7	22,8%	767,9	-11,6%	714,1	-7,0%
EBITDA adj.	169,0	206,6	22,3%	749,0	853,5	13,9%	767,9	-10,0%	714,1	-7,0%
EBIT	109,4	151,3	38,2%	489,8	649,5	32,6%	538,4	-17,1%	477,6	-11,3%
Zysk brutto	-13,5	140,4	-1141,6%	277,2	608,9	119,7%	495,0	-18,7%	449,7	-9,2%
Zysk netto	87,7	110,9	26,5%	342,8	530,4	54,7%	391,1	-26,3%	355,2	-9,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,5%	31,1%		26,7%	30,5%		29,1%		27,7%	
Marża EBITDA adj.	20,8%	23,7%		22,9%	25,0%		21,7%		20,2%	
Marża EBIT	13,4%	17,4%		15,0%	19,0%		15,2%		13,5%	
Marża zysku netto	10,8%	12,7%		10,5%	15,5%		11,1%		10,0%	

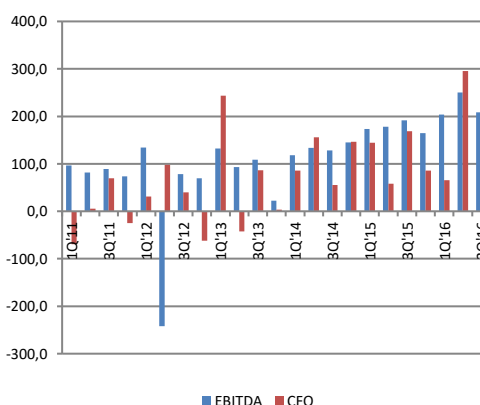
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN] i marża EBITDA



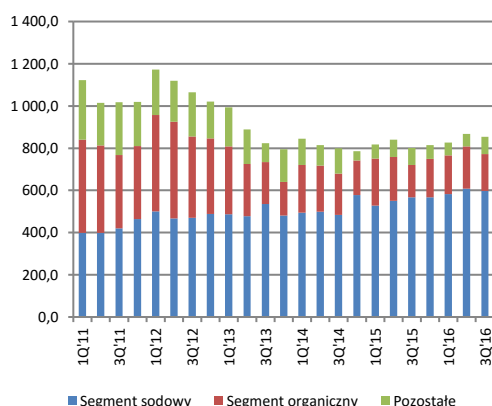
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka. LS- przychody, PS- marża EBITDA

EBITDA i CFO [mln PLN]



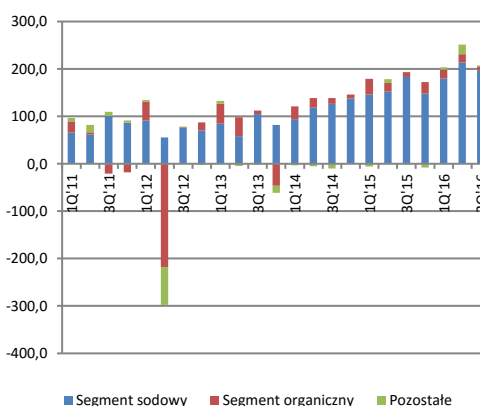
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Struktura przychodów grupy [mln PLN]



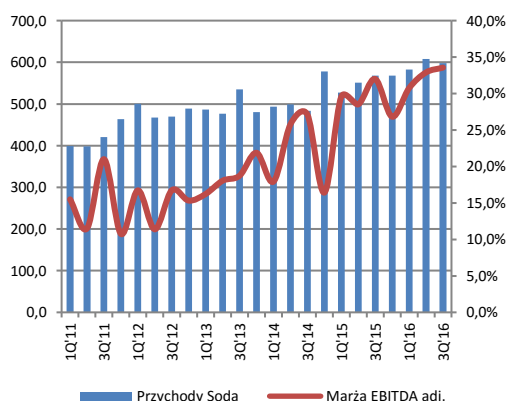
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

Struktura EBITDA grupy [mln PLN]



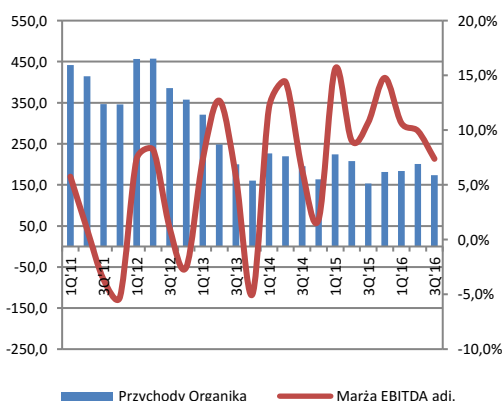
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka.

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 2017 rok

Efekt wzrostu cen surowców, głównie koksu (+203% r/r w 1Q'17), będzie widoczny szczególnie w 1H'17, choć zarząd spółki informował o zapasie zgromadzonym do końca 1Q'17 i możliwości zamiany surowca na tańszy antracyt. Niemniej wzrostu kosztów surowcowych nie uda się uniknąć. Przy nieco niższych cenach sody kalcynowanej, których nie zneutralizuje wyższy wolumen sprzedaży i znacząca poprawa w segmencie organicznym i krzemianowym, oczekujemy ok. 11% r/r spadku oczyszczonej EBITDA. Większe ryzyko widzimy w wynikach 2Q'17, gdzie spółka nie ma zapasów koksu, a dynamika wolumenu będzie ujemna przez tygodniowy postój remontowy w Janikowie (wolumen sody w PL -5% r/r przy wzroście w '17 >3% r/r). Dodatkowo 2Q'16 był rekordowy w historii spółki (blisko 230 mln PLN znormalizowanej EBITDA) więc baza jest bardzo wysoka. Zakładamy, że 2Q'17 będzie tym razem najniższy w roku (ok. 175 mln PLN EBITDA, -23% r/r). W 2H'17, przy normalizacji cen koksu i lepszych wolumenach sprzedaży, oczekujemy utrzymania EBITDA r/r. W rezultacie w całym roku spodziewamy się znormalizowanej EBITDA na poziomie ok. 770 mln PLN (-10% r/r). W 2018 roku wyników również nie uda się poprawić (-7% r/r) z uwagi na zakładany przez nas 5% r/r spadek cen sody kalcynowanej (efekt nadpodaży mocy gł. z Turcji). Liczymy, że będzie to dotek wyników finansowych.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016P	2017P
Przychody	817,4	840,8	800,7	814,2	826,5	867,1	853,9	870,2	889,1	868,3	891,1	887,5	3 243,9	3 273,0	3 417,7	3 536,1
segment sodowy	527,4	551,1	567,9	567,9	582,5	608,3	598,2	601,3	589,0	576,4	617,6	603,9	2 053,9	2 214,3	2 390,3	2 386,9
segment organiczny	224,0	207,9	153,1	181,7	183,6	200,7	173,6	203,9	218,5	223,8	194,3	218,1	805,3	766,7	761,7	854,7
segment krzemiany	36,7	49,7	51,1	37,5	37,5	35,9	62,9	41,9	59,9	45,8	59,9	42,3	350,6	175,0	178,2	207,8
EBITDA	173,1	178,2	191,3	165,0	203,6	250,2	208,4	206,6	182,9	174,5	207,9	202,7	524,8	707,5	868,7	767,9
segment sodowy	146,3	152,4	183,1	148,2	179,7	213,5	196,3	184,9	147,3	150,6	183,1	182,3	477,0	629,9	774,4	663,2
segment organiczny	33,0	18,1	10,1	24,5	18,8	17,7	9,4	28,8	25,8	17,3	20,1	27,8	66,5	85,7	74,7	91,1
segment krzemiany	7,6	10,4	10,7	4,9	6,3	8,1	12,7	7,2	14,5	9,4	14,2	7,5	35,7	33,6	34,2	45,6
EBITDA Adj.	193,0	188,0	199,0	169,0	206,3	227,8	212,8	206,6	182,9	174,5	207,9	202,7	503,0	749,0	853,5	767,9
segment sodowy	158,2	157,7	184,9	155,0	182,6	208,1	199,9	184,9	147,3	150,6	183,1	182,3	450,5	655,8	775,5	663,2
segment organiczny	33,0	17,5	10,4	24,5	18,6	17,4	9,3	28,8	25,8	17,3	20,1	27,8	80,0	85,4	74,1	91,1
segment krzemiany	3,8	6,7	7,0	1,1	2,8	3,9	9,9	4,3	11,6	6,4	11,2	4,5	23,8	18,6	20,9	33,7
EBIT	117,1	123,7	139,6	109,4	150,5	194,0	153,8	151,3	125,5	117,1	150,5	145,3	320,3	489,8	649,5	538,4
Zysk brutto	69,8	108,9	112,1	-13,5	132,1	202,2	134,2	140,4	114,7	106,3	139,6	134,4	153,0	277,4	608,9	495,0
Zysk netto	52,2	86,2	116,8	87,7	102,1	161,9	155,5	110,9	90,6	84,0	110,3	106,2	167,1	343,0	530,4	391,1
Marża EBITDA Adj.	23,6%	22,4%	24,9%	20,8%	25,0%	26,3%	24,9%	23,7%	20,6%	20,1%	23,3%	22,8%	15,5%	22,9%	25,0%	21,7%
segment sodowy	30,0%	28,6%	32,6%	27,3%	31,3%	34,2%	33,4%	30,7%	25,0%	26,1%	29,6%	30,2%	21,9%	29,6%	32,4%	27,8%
segment organiczny	14,7%	8,4%	6,8%	13,5%	10,2%	8,7%	5,3%	14,1%	11,8%	7,7%	10,4%	12,8%	9,9%	11,1%	9,7%	10,7%
segment krzemiany	10,5%	13,4%	13,6%	3,0%	7,6%	10,7%	15,7%	10,3%	19,3%	14,0%	18,8%	10,7%	6,8%	10,6%	11,7%	16,2%
Marża EBIT	14,3%	14,7%	17,4%	13,4%	18,2%	22,4%	18,0%	17,4%	14,1%	13,5%	16,9%	16,4%	9,9%	15,0%	19,0%	15,2%
Marża netto	6,4%	10,3%	14,6%	10,8%	12,3%	18,7%	18,2%	12,7%	10,2%	9,7%	12,4%	12,0%	5,2%	10,5%	15,5%	11,1%

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

Porównanie prognoz 2016-2018 z konsensem

	2016P	2017P	2018P
Konsensus	845,5	749,0	673,4
Najnowsza (11.05.2016)	877,0	719,0	649,0
BDM	868,7	767,9	714,1
vs konsensus	2,7%	2,5%	6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

RYNEK SODY KALCYNOWANEJ

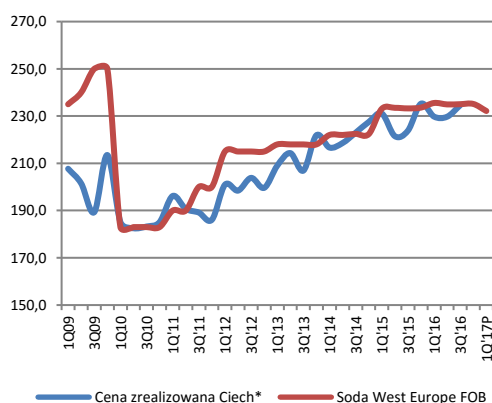
Ceny sody kalcyonowanej

W 2016 roku ceny sody kalcyonowanej utrzymały się w rejonach 230-235 EUR/t (bez zmian r/r). W 1H'16 pomógł ponad miesięczny postój największej fabryki w Chinach, gdzie generalnie bilans popyt-podaż zdecydowanie się poprawił (brak nowych mocy).

W 2017 rok wchodzimy z oczekiwanymi „lekkimi” spadkami cenników, o czym spółka informowała na ostatnich konferencjach. Ceny w Europie Zachodniej w styczniu'17 były 1,3% r/r słabsze (w prognozach zakładamy 2% spadek r/r w całym 2017 roku). Portale branżowe informują o utrzymaniu cenników na niezmiennym poziomie. Jedynie w Chinach ceny znacząco podskoczyły (styczeń'17 +30% r/r), ale jest to efekt głównie znacznego wzrostu kosztów produkcji tj. węgla energetycznego i koksu. Niemniej dostrzegamy znacznie zdrowszą sytuację popyt-podaż na tym rynku. W 2016 roku eksport sody z Chin spadł o 10% r/r.

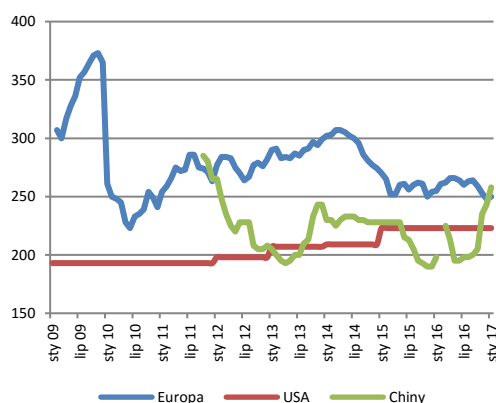
W 2018 roku oczekujemy ok. 5% r/r spadku cen sody, w związku z wejściem na rynek nowych mocy produkcyjnych z Turcji (główne inwestycje na złożu Kazań w 2H'17 i 1H'18). Niemniej światowy bilans popyt-podaż wygląda dużo lepiej niż wcześniej oczekiwaliśmy głównie dzięki redukcji mocy produkcyjnych w Chinach (zamykanie małych, przestarzałych fabryk, brak nowych, dużych inwestycji). W rezultacie mimo nowej podaży z Turcji i przy oczekiwanym wzroście popytu globalne wykorzystanie mocy nie spadnie poniżej 80% tak jak obawialiśmy się w poprzednim raporcie.

Ceny sody kalcyonowanej [EUR/t]



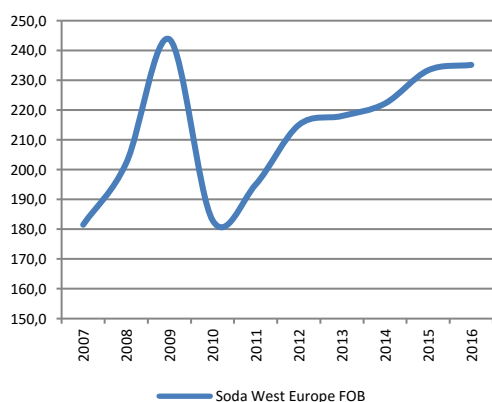
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka. *- szacunki własne

Ceny sody w Europie, USA i Chinach [USD/t]



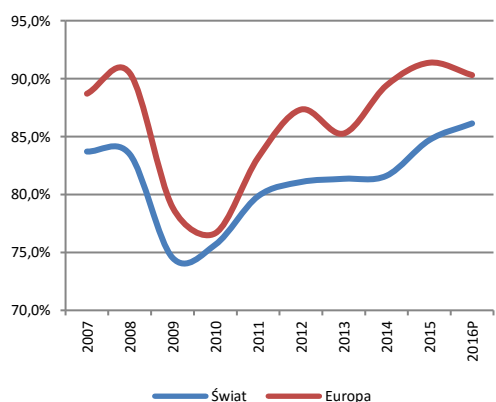
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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 pierwsze moce produkcyjne z rozbudowanej kopalni na złożu Bepazari mają wejść na rynek w 1Q'17. W 3Q'17 ma być gotowy pierwszy etap projektu Ciner na złożu Kazań (1,5 mln ton, 70 km na wschód od złoża Bepazarii). Drugi etap (1 mln ton) ma być gotowy w 2018 roku. Dodatkowo, w marcu'16 turecka firma Teyo poinformowała o budowie fabryki na Białorusi (koniec w 2019 roku, moce 1 mln ton).

Z uwagi na zakończoną kontraktację cen na 2017 rok nie oczekujemy wpływu tych mocy na ceny sody w bieżącym roku (przyjmujemy -2% r/r licząc w EUR). Wyzwaniem może być 2018 rok, kiedy oczekujemy 5% r/r spadku cen sody. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w Europie spadnie z ponad 90% w latach 2015-2016 do poniżej 80% w 2018-2019 (efektywnie). Niemniej, przez redukcję mocy produkcyjnych w Chinach, globalne wykorzystanie mocy powinno utrzymać się na poziomie powyżej 80%.

Brak informacji o nowych mocach produkcyjnych w Chinach i bardziej restrykcyjna polityka tamtejszego rządu w kwestii ochrony środowiska, pozwala nam przyjąć, że tempo wzrostu mocy produkcyjnych u największego producenta sody kalcynowanej na świecie nie będzie wyższe niż popyt, jak miało to miejsce w ostatnich latach. W rezultacie przyjmujemy średnio ponad 3% r/r wzrost mocy produkcyjnych (+5 mln ton do 2020 roku) wobec prawie 7% w latach 2007-2015. Jest to główny czynnik poprawy światowego bilansu rynku w najbliższych latach. Największego wzrostu należy spodziewać się oczywiście z Turcji (+3,5 mln ton). W Europie Śr.-Wsch. wzrostu mocy oczekujemy w Białorusi (+1,2 mln ton). Na Zachodzie Starego Kontynentu nie są planowane większe inwestycje. Nowe moce powstają w Indiach (+0,7 mln ton).

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 2007-2015	CAGR 2015-2020
Max moce	53,8	55,1	59,2	62,8	64,2	65,3	66,0	66,9	66,2	67,3	70,8	73,0	75,9	77,2	2,6%	3,1%
naturalna	14,5	14,7	15,3	15,6	16,2	16,7	16,8	17,2	17,7	17,7	19,7	20,7	20,7	20,7	2,5%	3,2%
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	0,7%	0,0%
FMC/Tronox*	3,8	3,8	3,3	3,3	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	0,0%	0,0%
Salvay	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	-1,3%	0,0%
OCI/Ciner*	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	2,3%	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				1,1	1,5	1,8	1,9	1,7	2,0	2,0	4,0	5,0	5,0	5,0		20,1%
ETI Soda			1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,6	1,6	1,6	1,6		7,8%
Ciner Kazan											1,5	2,5	2,5	2,5		
inne				0,4	0,4	0,7	0,8	0,6	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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	6,6%	0,0%
syntetyczna	39,3	40,5	43,9	47,2	48,1	48,6	49,2	49,7	48,6	49,6	51,1	52,4	55,2	56,6	2,7%	3,1%
Chiny	18,0	19,2	22,0	24,3	27,1	28,6	29,1	30,8	30,3	30,4	31,6	32,9	34,2	35,6	6,8%	3,3%
Europa Zachodnia	9,5	9,5	9,6	9,6	9,4	9,5	9,5	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	-1,1%	0,3%
Ciech GE	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%
Salvay	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	-0,7%	0,0%
Europa Śr.-Wsch.	4,0	4,1	4,1	4,1	4,8	4,2	3,7	3,7	3,9	4,0	4,2	4,2	5,2	5,2	-0,3%	5,9%
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	0,6%	2,1%
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	1,8%	0,0%
Salvay 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	0,2	0,2	1,2	1,2		
Azja Pd i Pd-Wsch.	3,9	4,0	4,5	4,5	4,3	4,1	4,1	4,0	4,1	4,6	4,7	4,7	5,2	5,2	0,7%	4,9%
GHCL	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0%	2,2%
TATA	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0%	0,0%
Nirma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0%	2,9%
RSPL													0,5	0,5		
pozostałe	3,9	3,7	3,7	3,9	3,1	2,6	2,9	2,2	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	-11,2%	2,5%
Wykorzystanie mocy	83,7%	83,5%	74,5%	75,7%	79,8%	81,1%	81,4%	81,6%	84,7%	86,1%	84,1%	83,7%	82,9%	83,7%	0,1%	-0,2%
Europa	13,5	13,6	14,8	15,9	15,1	15,1	15,2	14,4	14,6	14,9	17,1	18,1	19,1	19,1	1,0%	5,4%
Zachodnia	9,5	9,5	9,6	9,6	9,4	9,5	9,5	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	-1,1%	0,3%
Śr.-Wsch.	4,0	4,1	4,1	4,8	4,2	3,7	3,7	3,9	3,9	4,0	4,2	4,2	5,2	5,2	-0,3%	5,9%
Turcja (trona)	0,0	0,0	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	1,7	2,0	2,0	4,0	5,0	5,0	5,0		20,1%
Wykorzystanie mocy	88,7%	90,5%	78,9%	76,7%	83,2%	87,3%	85,3%	89,4%	91,4%	90,3%	79,4%	75,7%	72,4%	73,1%		
Ceny sody EUR/t	200,2	237,3	203,4	166,7	190,0	204,4	214,7	221,1	232,2	232,2	227,5	216,1	216,1	220,5	-1,0%	0,0%
zmiana r/r	0,0%	18,5%	-14,3%	-18,1%	14,0%	7,6%	5,0%	3,0%	5,0%	0,0%	-2,0%	-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.

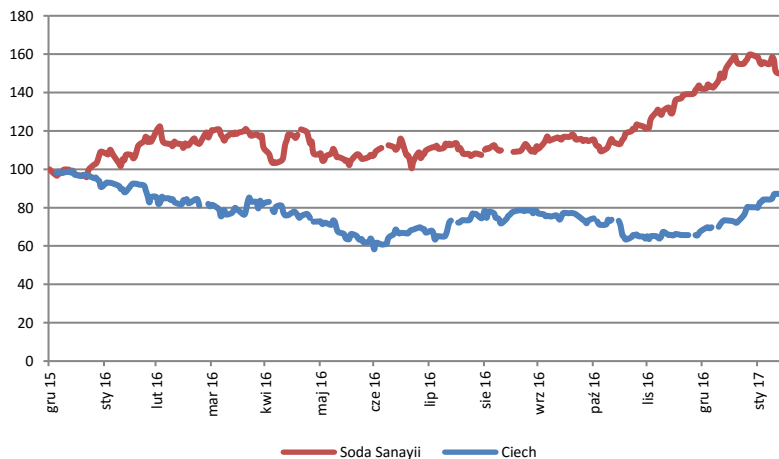
Lokalizacja nowych mocy produkcyjnych trony w Turcji vs syntetyczna produkcja w Mersin



Źródło: BDM, Google Maps, spółki

Obecnie trona w Turcji wydobywana jest ze złoża Beypazari w prowincji Ankara, a jej roczna produkcja to ok. 2 mln ton (+0,5 mln ton w '17). 70 km na wschód, na złożu Kazań, trwa inwestycja Ciner (2,5 mln ton do '18). Na południu kraju (Mersin) znajduje się fabryka sody syntetycznej należąca do Soda Sanayii. Obecnie spółka ponad 70% sprzedaży realizuje w Turcji...

Kurs akcji Ciech na tle Soda Sanayii [2015=100]



Źródło: BDM, Bloomberg

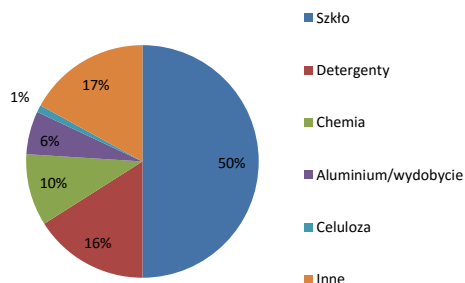
... więc naturalnym konkurentem będzie dla niej wejście nowych mocy produkcyjnych z trony. Tymczasem od końca 2015 roku kurs akcji Soda Sanayii zyskał prawie 60% przy stracie blisko 20% Ciech. Obecnie spółka wyceniana jest z premią do Ciech, a zawsze była z dyskontem.

Stabilny i wysoki popyt z przemysłu szklarskiego, szansa na wzrost w detergentach

Wg IHS w długim terminie popyt na sodę kalcynowaną (CAGR 2,5% r/r) przekroczy podaż (CAGR 2,5% vs 3,1% w naszym modelu). Popyt globalnie generuje głównie segment szklarski (ok. 50% zastosowania globalnie), w tym głównie szkła płaskiego (26%) i opakowaniowego (19%).

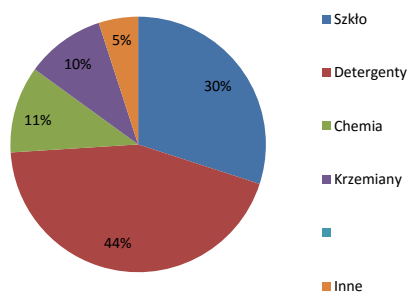
Detergenty to 15-16% globalnego zużycia. W tym segmencie długoterminowy wzrost rynku powinien być powyżej średniej. W produkcji detergentów wykorzystuje się głównie sodę lekką. Warto wspomnieć, że z trony (soda naturalna) powstaje tylko ciężki odpowiednik sody znajdujący zastosowanie przede wszystkim w przemyśle szklarskim. Strategią Ciechu na obecne wyzwania wzrostu podaży sody naturalnej z Turcji jest wzrost sprzedaży sody lekkiej. Stąd orientacja na rynek indyjski (44% zużycia sody to detergenty).

Zużycie sody kalcyonowanej na świecie



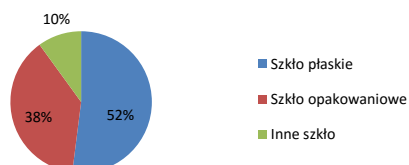
Źródło: BDM, GHLC 2015

Zużycie sody kalcyonowanej w Indiach



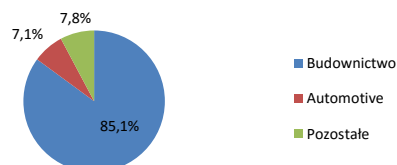
Źródło: BDM, GHLC 2015

Zużycie sody w przemyśle szklarskim



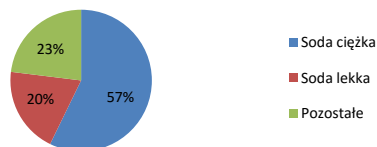
Źródło: BDM, GHLC, Ciech

Odbiorcy szkła płaskiego



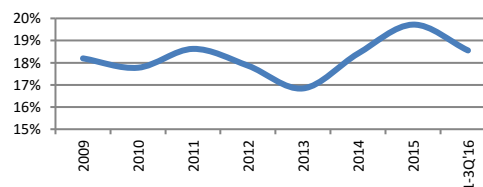
Źródło: BDM, Euromonitor, NSG

Struktura sprzedaży sody w Ciech 2015



Źródło: BDM, Spółka

Udział w sprzedaży sody lekkiej w Ciech 2009-2016



Źródło: BDM, Spółka

RYNEK SUROWCOWY

W końcu 2016 roku problemem po stronie kosztów produkcji stał się dynamiczny wzrost cen węgla energetycznego (ARA) i węgla koksującego (Australia FOB). Zarząd informował, że ma zapasy zarówno węgla energetycznego jak i koksu. Warto przy tym dodać, że do kalcynacji sody nie wykorzystuje się węgla koksującego tylko koksu, do produkcji którego zużywa się ok. 1,4 t. węgla koksującego. Niemniej duży wzrost cen węgla koksującego wcale nie musi przekładać się na analogiczną zwyżkę koksu, którego ceny zaczęły odbijać od dna już w 2Q'16.

Zużycie podstawowych surowców energetycznych w segmencie sodowym

		zużycie 2015 model	zużycie wg Ciech	Koszty 2015 tys. PLN	Udział w kosztach ogółem	Udział w sprzedaży sody	Uwagi
Węgiel energetyczny	tys. ton	931	850-900	217 014	8,8%	9,8%	Półowa wolumenu w długoterminowym kontrakcie
Koks	tys. ton	215	220 lub 5-10% więcej antracytu	149 120	6,1%	6,7%	możliwość do 50% zamiany na antracyt
Gaz	tys. MWh	2 244	>2 mln MWh	188 092	7,7%	8,5%	EC Strassfurt 60% na rzecz Sodawerku, 40% ciepło do miasta
Razem				554 226	22,6%	25,0%	

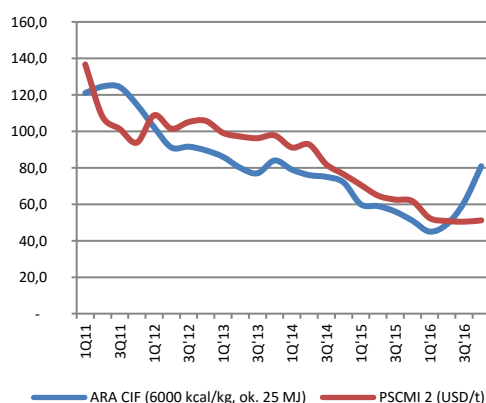
Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny węgla energetycznego na świecie i w Polsce

Ceny węgla energetycznego ARA zaczęły odbijać od dna już w 3Q'16 (61 USD/t vs 45 USD/t w 1Q'16). W 4Q'16 ceny sięgnęły ok. 80 USD/t i utrzymywały się na tym poziomie w styczniu'17. Kontrakty futures wskazują na systematyczny spadek cen w kolejnych kwartałach do długoterminowych poziomów 60 USD/t)

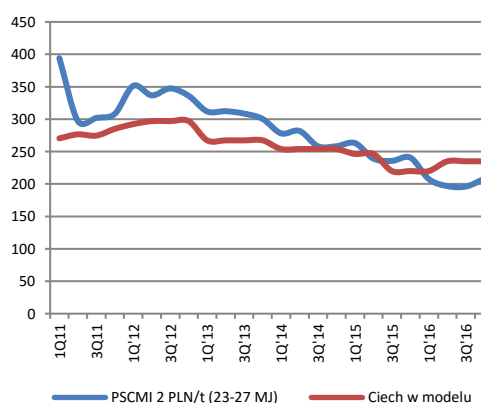
W kraju indeks PSCMI 2 zanotował dołek w 2Q/3Q'16 poniżej 200 PLN/t (ok. 51 USD/t). 4Q'16 przyniósł nieznaczny wzrost do poziomu 208 PLN/t. W relacji r/r ceny notowały dwucyfrowe spadki. Przyjmujemy, że Ciech płacił za węgiel w 2016 roku powyżej PSCMI. Do 1Q'16 korzystał z zapasów zgromadzonych po wyprzedzący z KW w 2Q'15. W 2H'16 wg naszych założeń ceny były wyższe o ok. 7% r/r. Na 2017 rok przyjmujemy średnio ok. 9% r/r podwyżkę kosztów (253 PLN/t, 63 USD/t). Podobnej dynamiki spodziewamy się w 2018 roku (ok. 71 USD/t).

Ceny węgla ARA vs PSCMI [USD/t]



Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny węgla PSCMI vs założenia w modelu Ciech [PLN/t]

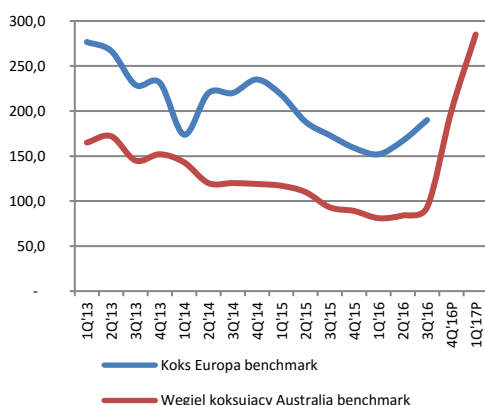


Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny węgla koksującego i koksu

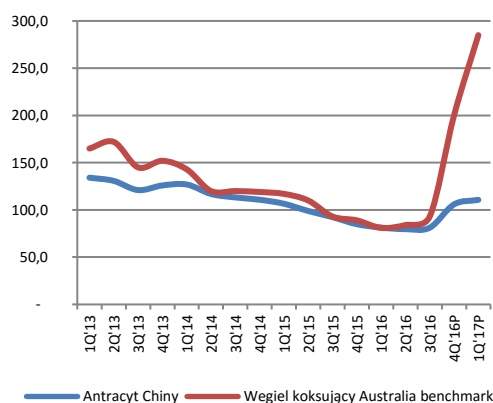
Rocznie spółka zużywa ok. 215 tys. ton koksu (100 kg/1 t. sody). Jego ceny zaczęły odbijać od dna od 2Q'16 z poziomu ok. 150 USD/t. W 3Q'16 notowania kształtowały się na poziomie blisko 200 USD/t. Głównym surowcem w produkcji koksu jest węgiel koksujący, którego ceny w 4Q'16 wzrosły do 200 USD/t, a w 1Q'17 do 285 USD/t (benchmark Australia) z poniżej 100 USD/t obserwowanych w 1-3Q'16. W lutym ceny spotowe węgla koksującego kształtowały się już jednak w okolicach 150 USD/t (zakładamy 120 USD/t do końca roku). W kolejnych kwartałach przyjmujemy cenę koksu na poziomie $1,4 \times \text{węgiel koksujący} + 50$ USD. Niemniej w krótkim okresie mogą wystąpić odchylenia od tego modelu, co daje nam poduszkę bezpieczeństwa na koszty koksu szczególnie w 1Q'17.

Ceny koksu i węgla koksującego [USD/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, JSW

Ceny węgla koksującego i antracytu [USD/t]



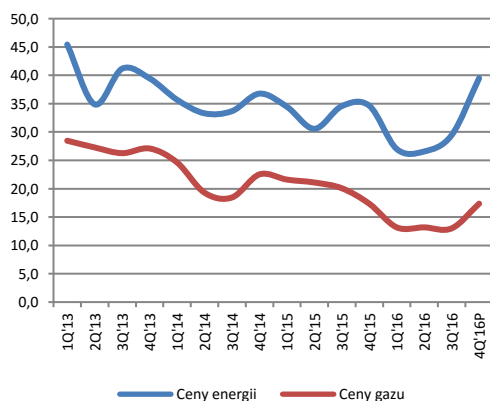
Źródło: BDM, Bloomberg,

Ceny gazu i energii w Niemczech

W Strassfurcie spółka posiada własną EC gazową, która 40% ciepła sprzedaje na zewnątrz do miasta. W rezultacie dla wyniku EC istotna jest różnica między ceną energii/ciepła a gazu. Do tej pory ceny gazu poruszały się w trendzie spadkowym notując dołek w 3Q'16 (13 EUR/MWh). Obecnie ceny sięgają ok. 20 EUR/MWh, a w całym 2017 roku spodziewamy się średniej ceny 18 EUR/MWh (14,2 EUR/MWh w 2016 roku, +27% r/r). W następnych latach nie oczekujemy większych zmian.

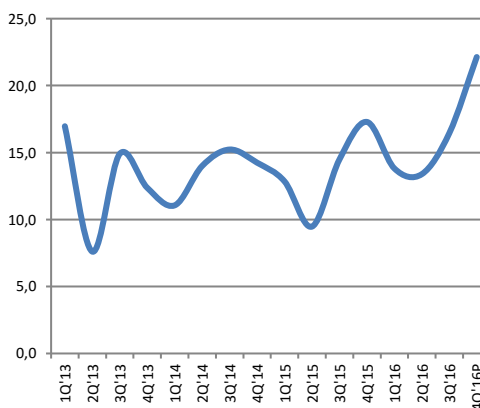
Przy istotnym wzroście cen gazu w 4Q'16/1Q'17 podrożała również energia na zachodzie Europy, przez co spread na cenie gazu jest bardziej korzystny niż w ostatnich latach 10-15 EUR/MWh. Będzie to miało pozytywne przełożenie na wyniki niemieckiej EC w tym okresie.

Ceny energii i gazu w Niemczech [EUR/MWh]



Źródło: BDM, Bloomberg

Energia-gaz w Niemczech [EUR/MWh]



Źródło: BDM, Bloomberg

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. Dotychczas strategia została podtrzymana mimo istotnego przekroczenia celów w 2015/2016 roku. 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%.

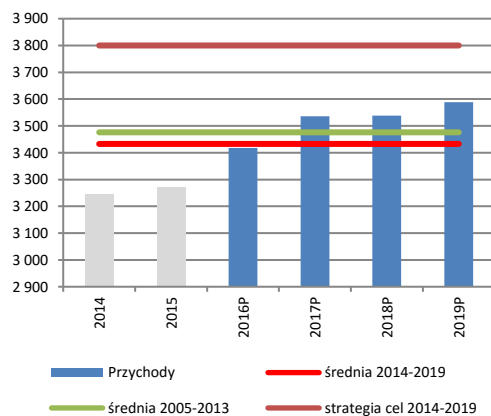
Wg pierwotnej wersji strategii cele mają zostać osiągnięte dzięki wzmocnieniu pozycji lidera w segmencie sodowym (nowi klienci), wzrostowi skali działalności (poprawa wykorzystania mocy produkcyjnych, odsezonowanie sprzedaży wskutek wejścia na nowe rynki geograficzne) i rozwoju przetworzonych produktów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

Na kolejnych konferencjach wynikowych zarząd spółki wskazywał na wzmocnienie pozycji lidera w segmencie sodowym poprzez pozyskanie nowych klientów czy wydłużenie termiów kontraktów długoterminowych (zabezpieczenie wolumenów po wejściu na rynek nowej mocy produkcyjnych z Turcji). Zarząd ma kłaść nacisk na sodę lekką, która dotychczas stanowiła <20% sprzedaży segmentu, a jej wykorzystanie to gł. stabilny i silniej rosnący segment detergentów (ok. 15% globalnego zużycia sody, w Indiach nawet >35%). Dodatkowo, przy produkcji sody z trony powstaje tylko jej ciężka odmiana zużywana gł. w segmencie szklarskim. Spółka rozwija również sprzedaż nowych produktów w segmencie organicznym.

W latach 2014-2016 strategia została zrealizowana z nawiązką. Znormalizowana EBITDA w 2015 roku wzrosła do 750 mln PLN, a za 2016 rok zapewne przekroczy 850 mln PLN. Główny efekt znaczącego wzrostu EBITDA to szybka utylizacja nowych mocy z programu soda 200+ przy bardzo korzystnym otoczeniu surowcowym jeśli chodzi o węgiel energetyczny, koks czy gaz. Otoczenie surowcowe uległo zdecydowanej zmianie pod koniec 2016 roku, przez co oczekujemy, że spółka szczyt wyników ma już za sobą. W kolejnych latach spodziewamy się spadku znormalizowanej EBITDA w okolice 700 mln PLN. W rezultacie nasze uśrednione założenia w okresie 2014-2019 są 9% powyżej strategii zarządu.

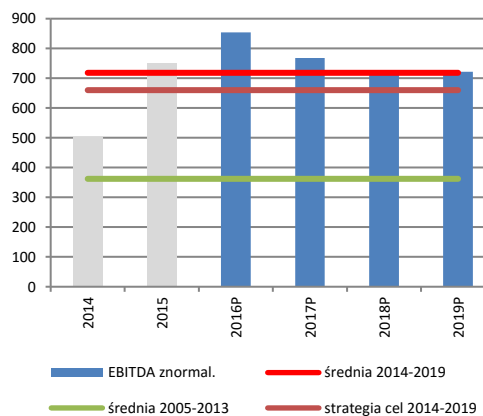
W naszych prognozach oczywiście nie uwzględniamy akwizycji, o których dominujący akcjonariusz i właściciel wspominali. Akwizycje miałyby uniezależnić spółkę od koniunktury na rynku sody kalcynowanej. Pod koniec 2016 roku spółka złożyła ofertę na portugalsko/hiszpańskiego producenta ŚOR firmę SAPEC. Ostatecznie kupcem okazał się fundusz Bridgepoint. Wartość transakcji wyniosła 456 mln EUR czyli 11,5x EBITDA 2Q'16LTM. Zarząd nie wykluczył kolejnych ofert w tym segmencie.

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



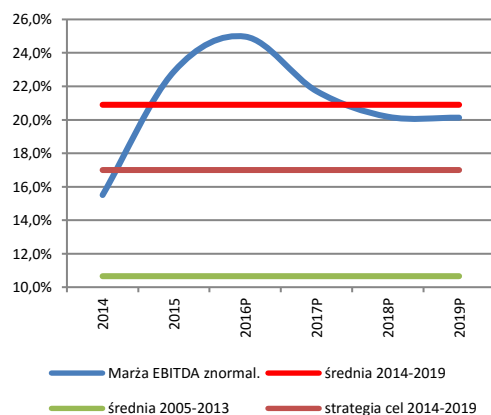
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



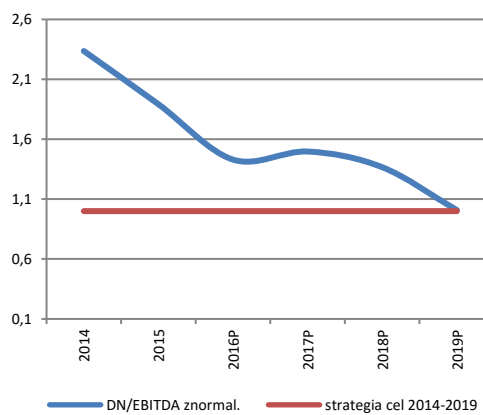
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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 2016-2018

Zmiany naszych prognoz na lata 2016-2018 nie są duże. Na poziomie EBITDA odchylenie vs raport z czerwca'16 nie przekracza 10%. Generalnie oczekujemy lepszego 2016 roku, co wynika z bieżącej ścieżki pozytywnych zaskoczeń 1-3Q'16 i mocnego 4Q'16 (gł. dzięki wolumenowi sprzedaży sody) i słabszego okresu 2017-2018 (dołek wyników '18/'19 ?). Poprzednio uważaliśmy, że rekordowy wynik spółka wypracuje w 2017 roku (wpływ mocy tureckich na rynek efektywnie od 2018 roku), niemniej dynamiczne zmiany na rynku kluczowych surowców (węgiel energetyczny i koksu) w końcu 2016 roku kazały ostrożniej podejść do perspektyw 2017 roku. Oczywiście największa erozja marży r/r dotyczy kluczowego segmentu sodowego (ponad 100 mln EBITDA mniej r/r). Pozostałe segmenty, mimo oczekiwanej dużej poprawy nie są w stanie „załatać” wyniku w sodzie. Kluczowy dla rewizji naszych prognoz jest poziom cen węgla i koksu w 2H'17.

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2016-2018 [mln PLN]

	2016P			2017P			2018P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 478	3 418	-2%	3 698	3 536	-4%	3 677	3 538	-4%
segment sodowy	2 361	2 390	1%	2 456	2 387	-3%	2 364	2 308	-2%
segment organiczny	824	762	-8%	923	855	-7%	991	919	-7%
segment krzemiany	195	178	-9%	222	208	-6%	224	224	0%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 018	1 041	2%	1 090	1 031	-5%	996	980	-2%
segment sodowy	772	849	10%	790	747	-6%	670	649	-3%
segment organiczny	137	132	-4%	167	146	-12%	189	187	-1%
segment krzemiany	56	48	-15%	66	65	-1%	71	76	7%
EBITDA	805	869	8%	841	768	-9%	745	714	-4%
segment sodowy	683	774	13%	693	663	-4%	579	570	-1%
segment organiczny	79	75	-6%	107	91	-15%	124	127	3%
segment krzemiany	41	34	-17%	48	46	-5%	52	55	4%
EBIT	584	649	11%	609	538	-12%	513	478	-7%
segment sodowy	520	609	17%	522	487	-7%	407	388	-5%
segment organiczny	47	45	-5%	74	61	-18%	90	96	6%
segment krzemiany	27	21	-22%	33	34	3%	37	42	13%
Zysk netto	417	530	27%	445	391	-12%	385	355	-8%

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 08.06.2016

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	2 228	2 320	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337
Polska	1 067	1 150	1 270	1 310	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	397	440	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	10	11	12	14	14	14	14	14	14	14
Krzemiany	97	100	136	172	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	54	63	59	59	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	0,7%	9,1%	3,8%	4,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	1,2%	7,8%	10,4%	3,1%	1,5%	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%	-9,0%	10,9%	-0,7%	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%	-5,9%	4,9%	11,1%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krzemiany	0,0%	3,3%	35,8%	26,3%	16,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	11,1%	16,7%	-6,3%	0,0%	6,8%	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	228	216	216	220	225	229	234	239	243
Żywiec epoksydowe [EUR/t]	2 228	1 934	1 683	1 911	1 846	1 785	1 744	1 761	1 784	1 806	1 820	1 820
Żywiec poliestrowe [EUR/t]	1 635	1 484	1 251	1 491	1 441	1 393	1 361	1 374	1 392	1 409	1 420	1 420
Pianki PUR [EUR/t]	3 321	3 181	3 189	3 426	3 363	3 334	3 314	3 323	3 334	3 344	3 351	3 351
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	3,0%	5,0%	0,0%	-2,0%	-5,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Żywiec epoksydowe	3,4%	-13,2%	-13,0%	13,5%	-3,4%	-3,3%	-2,3%	1,0%	1,3%	1,2%	0,8%	0,0%
Żywiec poliestrowe	0,8%	-9,2%	-15,7%	19,2%	-3,4%	-3,3%	-2,3%	1,0%	1,3%	1,2%	0,8%	0,0%
Pianki PUR	-0,2%	-4,2%	0,3%	7,4%	-1,9%	-0,8%	-0,6%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	254	233	231	253	278	283	289	295	301	307	313	319
Koks [USD/t]	212	185	210	286	218	218	218	218	218	218	218	218
Antracyt [USD/t]	117	96	87	103	100	100	100	100	100	100	100	100
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	100	54	45	57	57	56	56	57	58	58	59	59
Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh]	21	20	14	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 244	1 087	862	926	1 018	995	966	967	973	981	981	981
EPI [EUR/t]	1 295	1 277	968	1 111	1 074	1 038	1 014	1 024	1 038	1 050	1 058	1 058
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	-5,0%	-8,2%	-0,8%	9,2%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Koks	-15,4%	-13,0%	13,7%	36,5%	-23,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antracyt	-8,6%	-18,2%	-9,0%	18,0%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ropa naftowa	-8,4%	-46,1%	-16,1%	25,9%	0,2%	-0,8%	0,2%	1,0%	1,3%	1,2%	0,8%	0,0%
Gaz ziemny Niemcy	-22,2%	-5,6%	-29,2%	27,0%	-1,8%	-0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny PL	-0,7%	-12,6%	-20,7%	7,5%	9,9%	-2,3%	-2,8%	0,1%	0,6%	0,8%	0,0%	0,0%
EPI	8,3%	-1,4%	-24,2%	14,8%	-3,4%	-3,3%	-2,3%	1,0%	1,3%	1,2%	0,8%	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	4,36	4,36	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
USD/PLN	3,16	3,77	3,95	4,03	3,92	3,82	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73
Zmiana r/r												
EUR/PLN	-0,2%	0,0%	4,3%	-0,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-0,1%	19,5%	4,6%	2,3%	-2,9%	-2,5%	-2,5%	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	3 153,5	3 330,4	3 394,4	3 396,1	3 397,2	3 398,3	3 399,3	3 399,9	3 399,8	3 398,7
Wartości niematerialne i prawne	116,5	140,9	147,3	153,9	159,9	165,8	171,5	177,1	182,5	187,9	193,1	198,3
Rzeczowe aktywa trwałe	2 036,7	2 305,0	2 591,8	2 762,1	2 820,0	2 815,8	2 811,2	2 806,8	2 802,3	2 797,6	2 792,2	2 785,9
Aktywa obrotowe	719,6	1 049,9	1 125,7	1 085,6	1 061,9	1 147,3	1 278,0	1 327,2	1 381,4	1 448,6	1 471,4	1 494,9
Zapasy	257,8	293,6	306,6	317,2	317,4	321,9	325,7	330,8	336,2	341,6	346,9	352,1
Należności krótkoterminowe	409,1	499,2	505,5	523,0	523,3	530,7	536,9	545,4	554,3	563,2	572,0	580,5
Inwestycje krótkoterminowe	52,8	257,1	313,5	245,4	221,2	294,7	415,4	451,0	491,0	543,8	552,4	562,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	49,2	202,9	259,3	191,2	167,1	240,5	361,3	396,9	436,8	489,6	498,3	508,1
Aktywa razem	3 205,7	3 910,3	4 279,2	4 416,0	4 456,3	4 543,4	4 675,2	4 725,5	4 780,7	4 848,5	4 871,2	4 893,6
Kapitał (fundusz) własny	994,8	1 345,6	1 725,8	1 999,9	2 238,1	2 486,0	2 754,7	3 069,5	3 388,5	3 720,2	3 731,2	3 742,3
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	663,5	1 076,9	1 351,0	1 589,2	1 837,1	2 107,1	2 408,4	2 722,2	2 722,2	2 722,2
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	530,4	391,1	355,2	364,9	385,7	430,5	448,2	466,1	477,1	488,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 220,2	2 568,8	2 557,1	2 419,9	2 221,9	2 061,1	1 924,2	1 659,8	1 395,8	1 132,0	1 143,7	1 154,9
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	1 614,9	1 454,5	1 256,2	1 085,6	940,5	664,8	389,2	113,5	113,5	113,5
-oprocentowane	1 176,5	1 494,8	1 501,4	1 341,0	1 142,8	972,1	827,0	551,3	275,7	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	686,3	684,8	688,3	711,5	711,8	721,6	729,9	741,1	752,8	764,7	776,3	787,6
-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	4 279,2	4 416,0	4 456,3	4 543,4	4 675,2	4 725,5	4 780,7	4 848,5	4 871,2	4 893,6

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	3 417,7	3 536,1	3 537,8	3 588,0	3 630,0	3 687,3	3 747,1	3 807,8	3 867,3	3 924,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 563,1	2 398,9	2 375,3	2 505,7	2 558,2	2 593,7	2 608,7	2 644,2	2 682,6	2 721,8	2 759,4	2 794,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	680,9	874,1	1 042,4	1 030,4	979,7	994,3	1 021,4	1 043,2	1 064,6	1 086,0	1 107,9	1 130,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	364,6	348,6	404,8	477,9	481,7	489,3	496,6	505,1	513,9	522,8	531,7	540,6
Zysk (strata) na sprzedaży	316,2	525,5	637,6	552,5	497,9	505,0	524,8	538,1	550,7	563,2	576,2	590,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,1	-35,6	11,9	-14,1	-20,3	-21,3	-22,3	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EBITDA	524,8	707,5	868,7	767,9	714,1	722,2	740,8	786,5	799,3	812,3	825,9	840,3
EBIT	320,3	489,8	649,5	538,4	477,6	483,7	502,5	548,1	560,7	573,2	586,2	600,0
Saldo działalności finansowej	-167,6	-212,6	-41,0	-43,4	-28,0	-21,8	-14,3	-3,2	6,7	16,8	17,7	18,1
Zysk (strata) brutto	153,0	277,2	608,9	495,0	449,7	461,9	488,2	544,9	567,4	590,0	603,9	618,0
Zysk (strata) netto	167,1	342,8	530,4	391,1	355,2	364,9	385,7	430,5	448,2	466,1	477,1	488,3

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	442,6	457,1	752,8	610,0	587,3	596,2	614,3	656,2	673,0	689,9	700,6	712,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-283,7	-486,1	-506,1	-400,7	-296,2	-235,1	-231,4	-229,2	-228,2	-226,9	-225,9	-225,3
Przepływy z działalności finansowej	-212,6	182,9	-190,2	-277,4	-315,3	-287,6	-262,1	-391,4	-404,8	-410,1	-466,1	-477,1
Przepływy pieniężne netto	-53,7	153,9	56,4	-68,2	-24,1	73,5	120,7	35,6	39,9	52,8	8,6	9,9
Środki pieniężne na początek okresu	105,6	49,2	202,9	259,3	191,2	167,1	240,5	361,3	396,9	436,8	489,6	498,3
Środki pieniężne na koniec okresu	49,2	202,9	259,3	191,2	167,1	240,5	361,3	396,9	436,8	489,6	498,3	508,1

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%	4%	3%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	35%	23%	-12%	-7%	1%	3%	6%	2%	2%	2%	2%
EBIT zmiana r/r	53%	33%	-17%	-11%	1%	4%	9%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	105%	55%	-26%	-9%	3%	6%	12%	4%	4%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	27%	30%	29%	28%	28%	28%	28%	28%	29%	29%	29%
Marża EBITDA	22%	25%	22%	20%	20%	20%	21%	21%	21%	21%	21%
Marża EBIT	15%	19%	15%	14%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%
Marża brutto	8%	18%	14%	13%	13%	13%	15%	15%	15%	16%	16%
Marża netto	10%	16%	11%	10%	10%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
COGS / przychody	73%	70%	71%	72%	72%	72%	72%	72%	71%	71%	71%
SG&A / przychody	11%	12%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
SG&A / COGS	15%	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
ROE	26%	31%	20%	16%	15%	14%	14%	13%	13%	13%	13%
ROA	9%	12%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Dług	1 541,5	1 501,4	1 341,0	1 142,8	972,1	827,0	551,3	275,7	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	39%	35%	30%	26%	21%	18%	12%	6%	0%	0%	0%
D / E	64%	54%	44%	34%	27%	21%	13%	6%	0%	0%	0%
Odsetki / EBIT	-43%	-6%	-8%	-6%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	3%	3%
Dług / kapitał własny	115%	87%	67%	51%	39%	30%	18%	8%	0%	0%	0%
Dług netto	1 338,5	1 242,1	1 149,8	975,7	731,6	465,7	154,5	-161,1	-489,6	-498,3	-508,1
Dług netto / kapitał własny	99%	72%	57%	44%	29%	17%	5%	-5%	-13%	-13%	-14%
Dług netto / EBITDA	1,9	1,4	1,5	1,4	1,0	0,6	0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBIT	273%	191%	214%	204%	151%	93%	28%	-29%	-85%	-85%	-85%
EV	5 238,3	5 141,9	5 049,6	4 875,5	4 631,4	4 365,5	4 054,3	3 738,7	3 410,2	3 401,5	3 391,7
Dług / EV	29%	29%	27%	23%	21%	19%	14%	7%	0%	0%	0%
CAPEX / Przychody	15%	15%	11%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
CAPEX / Amortyzacja	227%	234%	177%	127%	101%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	7%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Zmiana KO / Przychody	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	502%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
P/E*	11,4	7,4	10,0	11,0	10,7	10,1	9,1	8,7	8,4	8,2	8,0
P/BV*	2,9	2,3	2,0	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0
P/CE*	7,0	5,2	6,3	6,6	6,5	6,2	5,8	5,7	5,5	5,4	5,4
EV/EBITDA*	7,4	5,9	6,6	6,8	6,4	5,9	5,2	4,7	4,2	4,1	4,0
EV/EBIT*	10,7	7,9	9,4	10,2	9,6	8,7	7,4	6,7	5,9	5,8	5,7
EV/S*	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
BVPS	25,5	32,7	37,9	42,4	47,1	52,2	58,2	64,2	70,5	70,7	70,9
EPS	6,5	10,1	7,4	6,7	6,9	7,3	8,2	8,5	8,8	9,1	9,3
CEPS	10,6	14,2	11,8	11,2	11,4	11,8	12,7	13,0	13,4	13,6	13,8
FCFPS	5,9	7,2	7,5	8,1	8,3	8,5	8,7	9,0	9,0	0,0	0,0
DPS w okresie	0,0	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,5	2,6	8,8	9,1
Payout ratio	0,0%	28,3%	29,9%	32,9%	32,1%	30,3%	30,0%	30,0%	30,0%	100,0%	100,0%
DY*	0,0%	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,3%	3,4%	12,0%	12,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 74,0 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/rozrywka, stal/węgiel

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

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

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	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	82,4	Akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59 CEST	74,0	59 472,8
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 1Q'17:

Kupuj	5	63%
Akumuluj	3	38%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
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.

Nota prawna:

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.

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 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 22.02.2017 roku (11:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.02.2017 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 zbliżone 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.

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 22.02.2017 roku:

- BDM 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 zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.