



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 64,5 PLN

24 SIERPIEŃ 2018, 10:22 CEST

Decydujemy się utrzymać zalecenie inwestycyjne KUPUJ dla spółki z ceną docelową 64,5 PLN/akcję. W naszych najnowszych projekcjach uwzględniliśmy lepsze perspektywy dla biznesu sodowego, wymagające otoczenie surowcowe i środowiskowe (rosnące koszty emisji do 20 EUR/t oraz IV okres rozliczeniowy ETS), a także przejęcie Proplan. Wskazujemy, że spółka ma potencjał do pozytywnych zaskoczeń wynikowych w 2019-2020 roku przy atrakcyjnej wycenie rynkowej.

Na konferencji po wynikach 1Q'18 zarząd bardzo optymistycznie ocenił perspektywy rynku sody na 2019 rok przygotowując rynek raczej na wzrosty cen niż spadki. Kolejne informacje zarówno ze spółki jak i z rynku potwierdzały ten trend. Przy naszych założeniach płaskich cenników w 2019 roku widzimy więc miejsce do dalszych, pozytywnych zaskoczeń wynikowych.

Otwarcie nowej fabryki sody w Turcji we wrześniu'17 (2,5 MT, do połowy'18 80% utylizacji mocy) nie miało dużego wpływu na ceny w 2017/2018. Szacujemy, że zrealizowane ceny sody przez Ciech spadły o ok. 3,5% (w EUR). Dało to ok. 85 mln PLN negatywnego wpływu na marżę.

Spadek cen kontraktowych sody kalcynowanej został zneutralizowany lepszymi cenami spotowymi w Azji. W okresie zimowym fabryki chińskie doświadczyły masowych wyłączeń produkcyjnych w skali dotychczas niewidzianej. Statystyki ICIS za 2017 rok mówią nawet o 40% czasowo wyłączonych instalacji i 80 tys. fabryk obciążonych karami za przekroczenie poziomu emisji.

W marcu 2018 roku Minister Środowiska Chin zapowiedział zaostrzenie celów emisji w 3-letnim planie 2018-2020. W lipcu'18 oficjalnie nie pojawił się nowy cel ilościowy, natomiast regulacje zostały rozszerzone na miasta dotychczas nie objęte tym programem. W praktyce oznaczać ma to bardziej rygorystyczne kontrole m.in. w prowincji Shaanxi słynącej również z dużej koncentracji kopalń i przemysłu ciężkiego.

Szacuje się, że w ciągu ostatniego roku w Chinach wycofano ok. 3-4 MT zdolności produkcyjnych sody kalcynowanej. Do 2020 roku może być to nawet 7 MT (prasa sierpień'18). W 2017 roku globalna produkcja wyniosła ok. 60 MT z czego 27 MT to Chiny. Niewątpliwie w ostatniej dekadzie odpowiadały one za zdecydowanie największe tempo wzrostu produkcji (CAGR +6% vs +2,9% ogółem).

W poprzednim RA z grudnia'17 wskazywaliśmy na możliwy deficyt i odwrócenie ścieżki cenowej ze spadkowej na wzrostową w '19-'20. Przy rocznym wzroście globalnego popytu (+3%, +1,8 MT) wyłączenie nawet 7 MT do 2020 roku może mieć więc potężny wpływ na globalny bilans i ceny sody kalcynowanej.

W średnim terminie liczymy, że spółka będzie w stanie wypracowywać >700 mln PLN EBITDA rocznie z perspektywą >800 mln PLN po zakończeniu inwestycji w 2021/2022. CAPEX w tym okresie nie powinien przekroczyć 500 mln PLN. Daje to miejsce do kolejnych dywidend.

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2209P |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN] | 3 273,0 | 3 455,3 | 3 579,4 | 3 706,6 | 3 841,6 | 3 847,6 |
| EBITDA [mln PLN] | 707,5 | 883,8 | 832,7 | 674,2 | 707,4 | 738,0 |
| EBITDA skoryg. [mln PLN] | 749,0 | 876,8 | 808,1 | 674,2 | 707,4 | 738,0 |
| EBIT [mln PLN] | 489,8 | 660,3 | 588,8 | 414,2 | 428,6 | 444,2 |
| Wynik netto [mln PLN] | 342,8 | 593,5 | 393,4 | 295,7 | 301,4 | 315,5 |
| P/BV | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 |
| P/E | 8,1 | 4,7 | 7,0 | 9,4 | 9,2 | 8,8 |
| EV/EBITDA | 5,8 | 4,4 | 4,4 | 6,1 | 5,6 | 5,3 |
| EV/EBIT | 8,4 | 5,9 | 6,2 | 9,9 | 9,3 | 8,9 |

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN] | 64,8 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 63,4 |
| Wycena końcowa [PLN] | 64,5 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 22,7% |
| Koszt kapitału | 9,0% |

| | |
|-------------------------|---------|
| Cena rynkowa [PLN] | 52,6 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 2 772,0 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 52,7 |

| | |
|-------------------------------|------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 64,5 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 50,9 |

| | |
|----------------------|--------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | -4,4% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -11,4% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -5,3% |

| | |
|-------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu: | |
| Kulczyk Investments | 51,1% |
| PZU TFI | 9,9% |
| NN OFE | 4,9% |
| Pozostali | 34,0% |

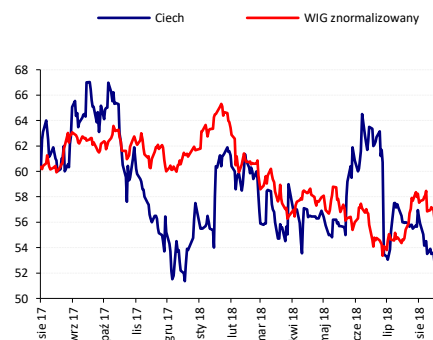
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

| | |
|---|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE..... | 3 |
| PERSPEKTYWA WZROSTU CEN SODY W 2019 ROKU | 3 |
| WYŁĄCZENIA ENERGOCHŁONNYCH MOCY PRODUKCYJNYCH W CHINACH- KONTYNUACJA 2018-2020..... | 3 |
| ATRAKCYJNA WYCENA RYNKOWA..... | 5 |
| GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA..... | 6 |
| WYCENA DCF..... | 7 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA..... | 10 |
| PROGNOZA NA 2Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW | 11 |
| CAPEX I M&A..... | 12 |
| CAPEX 2015-2017..... | 12 |
| CAPEX 2018-2020..... | 12 |
| M&A- PRZEJĘCIE PROPLAN | 12 |
| RYNEK SODY KALCYNOWANEJ | 13 |
| RYNEK SUROWCOWY | 14 |
| CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE I W POLSCE..... | 14 |
| CENY WĘGLA KOKSUJĄCEGO I KOKSU | 15 |
| CENY GAZU I ENERGII W NIEMCZACH | 15 |
| STRATEGIA ZARZĄDU VS ZAŁOŻENIA BDM..... | 16 |
| ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2018-2019 | 18 |
| ZAŁOŻENIA NA LATA 2018-2027 | 19 |
| DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE | 21 |

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 64,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 63,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (bez zmian). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 64,5 PLN.**

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|---------------------------------|------|--------|
| Wycena modelem DCF [PLN] | 80% | 64,8 |
| Wycena metodą porównawczą [PLN] | 20% | 63,4 |

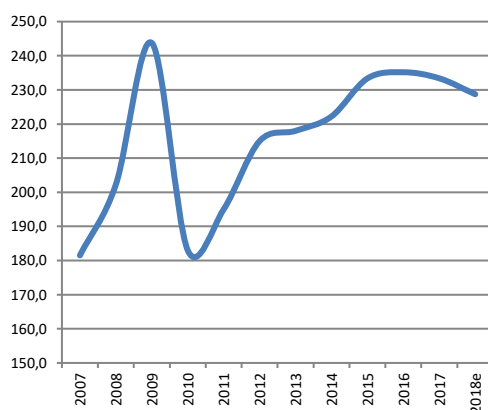
Wycena spółki [PLN] **64,5**

Źródło: BDM S.A.

Perspektywa wzrostu cen sody w 2019 roku

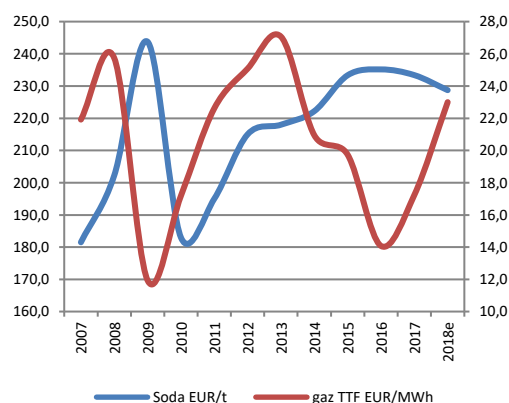
Na konferencji po 1Q'18 zarząd spółki wskazywał na dobre perspektywy na rynku sody kalcynowanej na 2019 rok przygotowując rynek raczej na wzrosty cenników niż spadki (w poprzedniej rekomendacji przyjmowaliśmy ok. 2% spadek cen kontraktowych w tym okresie). Kolejne informacje ze spółki jak i z rynku potwierdzały ten outlook, co skłoniło nas do podniesienia ścieżki cenowej dla gł. produktu spółki.

Ceny sody kalcynowanej 2007-2018e w Europie [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka

Ceny sody kalcynowanej w Europie vs koszty gazu



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka

Wyłączenia energochłonnych mocy produkcyjnych w Chinach- kontynuacja 2018-2020

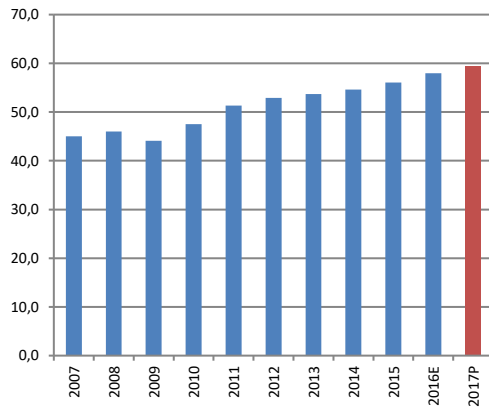
We wrześniu 2013 Chiny ogłosiły pięcioletni Plan Prewencji i Kontroli Zatrucia Powietrza na lata 2013-2017. Plan dotyczył zakazu budowy elektrowni węglowych w najbardziej zanieczyszczonych regionach czy zamknięcia starych hut stali. Nadrzędnym celem miała być redukcja zanieczyszczeń PM 2.5 o ponad 30% do ok. 60 ug/m³ w największych klastrach miejskich m.in. Pekinu czy delty Jangcy.

W zatwierdzonym w marcu 2016 roku 13-stym, 5-letnim (2016-2020) Planie Rozwoju Chin, część X (rozdział 42-48) została poświęcona dbaniu o ekosystem i środowisko. Jednym z celów jest m.in. 80% dni w roku z czystym powietrzem czy redukcja PM 2.5 o 18% vs 2015 rok.

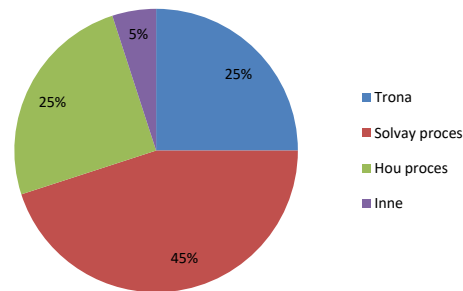
Cele emisji w niektórych chińskich miastach udało się spełnić w 2017 roku wskutek masowych kontroli środowiskowych w energochłonnych branżach gospodarki w okresie zimowym. Statystyki ICIS za 2017 rok mówią nawet o 40% czasowo wyłączonych instalacji i 80 tys. fabryk obciążonych karami za przekroczenie poziomu emisji. Kontrole mają być kontynuowane w 2018 roku.

W marcu 2018 roku Minister Środowiska Chin zapowiedział zaostrzenie celów emisji w 3-letnim planie 2018-2020. W lipcu 2018 roku podano więcej szczegółów na ten temat. Oficjalnie nie pojawił się nowy cel ilościowy, natomiast regulacje zostały rozszerzone na miasta dotychczas nie objęte tym programem. W praktyce oznaczać ma to bardziej rygorystyczne kontrole m.in. w prowincji Shaanxi (szerzej równiny Fen-Wei) słynącej również z dużej koncentracji kopalń i przemysłu ciężkiego.

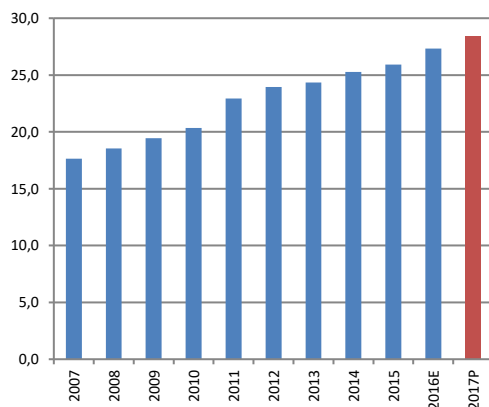
Chiny stanowią >40% globalnej produkcji/konsumpcji sody kalcynowanej na świecie. Ponad 50% produkcji opartych jest o bardziej energochłonną metodę produkcji Hou. Obecnie przy wzroście cen surowców energetycznych produkcja ta nie jest konkurencyjna.

Produkcja sody kalcynowanej na świecie [mln ton]


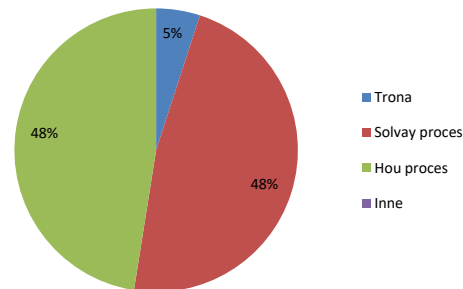
Źródło: BDM S.A., USGS, spółki

Metody produkcji sody kalcynowanej na świecie


Źródło: BDM S.A., OCI

Produkcja sody kalcynowanej w Chinach [mln ton]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Metody produkcji sody kalcynowanej w Chinach


Źródło: BDM S.A., OCI

Porównanie zużycia energii i emisyjności w produkcji sody kalcynowanej

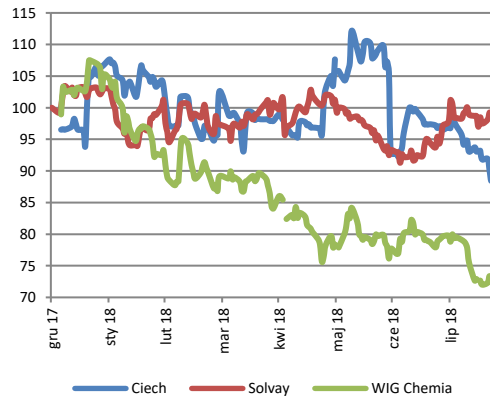
| | Zużycie energii | | CO2 emisja |
|---------------|-----------------|------|------------|
| | MMBTU/t | | EUA/t |
| Trona | 5,95 | | 0,7 |
| Solvay proces | 8,4 | 11,7 | 0,9 |
| Hou proces | 13,5 | | 0,9 |
| Inne | | | |

Źródło: BDM S.A., OCI

Atrakcyjna wycena rynkowa

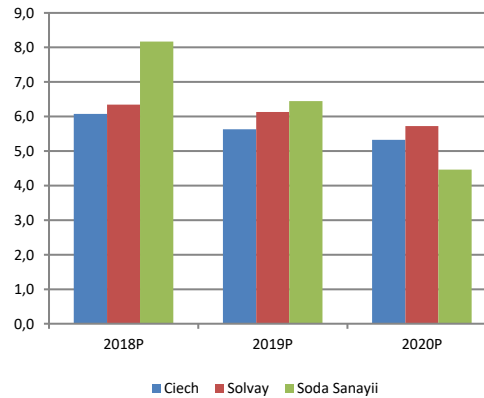
W 2018 roku (YTD) notowania spółki straciły blisko 9% (bez dywidendy) vs 2% straty Solvay 27% straty WIG-Chemia. Spółka handlowana jest z istotnym dyskontem na lata 2018-2019 do innych spółek sodowych (10-15% dyskonta do Solvay/Soda Sanayii)

Znormalizowane kursy spółek sodowych i WIG- Chemia



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. 2018 YTD

Wycena EV/EBITDA spółek sodowych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Wzrost cen surowców energetycznych i 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.

Wzrost cen uprawnień emisyjnych

Fabryki spółki uczestniczą w systemie ETS. Szacujemy, że rocznie deficyt uprawnień emisyjnych sięga ok. 1,1 mln ton w skali grupy. Obecne ceny uprawnień emisyjnych wzrosły ze średniego poziomu 5,8 EUR/t w '17 do 18 EUR/t. Przy naszych projekcjach 20 EUR/t (poprzednio 10 EUR/t) wygeneruje to koszty rzędu 100 mln PLN rocznie do 2020 roku (27 mln PLN w '17).

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (poprzednio nie uwzględnialiśmy z uwagi na brak szczegółów). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%), co przy cenie 20 EUR/t będzie generować koszty rzędu 175 mln PLN rocznie.

Ryzyko utraty konkurencyjności biznesu sodowego

Spółka jest producentem tzw. sody syntetycznej metodą Solvaya`. Na globalnym rynku 30% mocy produkcyjnych opartych jest o pozyskanie sody naturalnej, tzw. trony. Jest to proces zdecydowanie mniej energochłonny (o ok. 40% od metody Solvaya).

Drugie na świecie pod względem zasobów złoża trony posiada Turcja. W styczniu '13 Kazan Soda Elektrik, spółka zależna Ciner Group i chińskiego TCC, poinformowała o rozbudowie kopalni trony niedaleko Beypazari (otoczenie Morza Czarnego) z 2 mln ton do 4,5 mln ton do 2016 roku. Projekt uległ przesunięciu. Oficjalne uruchomienie kopalni miało miejsce we wrześniu '17 a wszystkie linie zostały uruchomione w połowie 2018 roku.

Ryzyko umocnienia złotych

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 4,43 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).

Ryzyko korporacyjne zw. z prywatyzacją spółki

Trwa śledztwo w sprawie nieprawidłowości przy prywatyzacji Ciechu.

Wysokie zadłużenie

Na koniec 1Q'18 zadłużenie netto kształtowało się wciąż na poziomie ok. 1,0 mld PLN (1,3x EBITDA Adj.) i mimo znaczącej poprawy wyników w latach 2012-2016 (z 450 do 850 mln PLN znormalizowanej EBITDA) nie spadło ono znacząco (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. Przy głębszym załamaniu koniunktury rodzi to 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.

Ryzyko roszczeń podatkowych

W 3Q'17 spółka poinformowała, że wszczęto kontrole podatkowe w 5 spółkach grupy za 2015 rok i 2013 rok (o sprawie z 2013 roku spółka informowała już wcześniej- potencjalne ryzyko to 3,5 mln PLN). Ryzyko w pozostałych 4 spółkach zarząd kwantyfikuje na 15 mln PLN zaległego podatku wraz z odsetkami. Dodatkowo w Niemczech toczą się kontrole podatkowe za lata 2007-2009 i 2010-2015, których ryzyko roszczeń nie jest ujęte w sprawozdaniach spółki.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka równej 4,0%, premii za ryzyko rynkowe oraz $\beta=1,0x$.

Główne zmiany w założeniach modelu (szczegóły na ostatnich stronach raportu):

- **Ceny sody kalcynowanej**
Oczekujemy ok. 2% r/r spadku cen w kontraktach na 2018 rok (poprzednio -5% r/r) i stabilizacji w 2019 roku (poprzednio -2% r/r).
- **Wolumeny:**
Oczekujemy niewielkiej poprawy wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej w 2018-2019, w tempie mniejszym niż w poprzednim raporcie. Pod koniec '19 spodziewamy się pierwszych wolumenów z nowej instalacji sody oczyszczonej w Niemczech (łącznie 50 tys. ton), a pod koniec '21 produkcji z instalacji soli warzonej.
- **Surowce**
Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców. Ceny węgla i koksu nie uległy większym zmianom vs poprzednie projekcje. Zdecydowanie podwyższyliśmy założenia dla gazu, którego ceny pozostaną na wysokich poziomach także w 2019 roku.
- **Ceny praw do emisji**
Przyjmujemy bieżącą cenę praw emisyjnych (ok. 20 EUR/t vs 10 EUR/t poprzednio) także w długim terminie (po 2020 roku). Po 2020 roku oczekujemy zmniejszenia liczby bezpłatnych praw emisyjnych z ok. 60% (2013-2020) do ok. 30% (2020-2030).
- **CAPEX**
CAPEX został opisany w osobnym rozdziale. W latach 2018-2020 oczekujemy podobnych nakładów jak w okresie 2015-2017, z tym że ich akcent powinien przesunąć się na rozwojową stronę biznesu (soda oczyszczona i sól warzona w Niemczech >500 mln PLN).
- **M&A**
Oczekujemy konsolidacji przejętej spółki Proplan od 3Q'18. Z uwagi na brak szczegółów przyjmujemy podobne wyniki spółki jak w 2017 roku (ok. 16 mln EUR sprzedaży i 4,5 mln EUR EBITDA). Nie zakładamy żadnych efektów synergii.
- **Dywidenda**
W 2016 roku spółka nieoczekiwanie wypłaciła dywidendę (2,85 PLN DPS), której nie zakładaliśmy. Z kolei w 2017 roku dywidendy nie było. W 2018 roku zarząd zaproponował 5,7 PLN/akcję dywidendy, a ostatecznie WZA uchwaliło wypłatę 7,5 PLN/akcję dywidendy czyli blisko 400 mln PLN (jednostkowy zysku netto za '17 wyniósł 244 mln PLN a skonsolidowany 393 mln PLN).
Zakładamy, że w najbliższych latach stopa dywidendy nie będzie niższa niż 3%

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 52 700 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 2% (bez zmian);
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 21% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 24 sierpnia 2018 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 64,8 PLN.

Model DCF

| | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|---------|----------------|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 3 579,4 | 3 706,6 | 3 841,6 | 3 847,6 | 3 990,8 | 4 086,3 | 4 137,2 | 4 194,0 | 4 256,2 | 4 319,8 | 4 384,7 |
| EBIT [mln PLN] | 588,8 | 414,2 | 428,6 | 444,2 | 442,2 | 494,9 | 500,2 | 503,4 | 504,5 | 505,7 | 508,1 |
| Stopa podatkowa | 23,6% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 139,0 | 87,0 | 90,0 | 93,3 | 92,9 | 103,9 | 105,0 | 105,7 | 105,9 | 106,2 | 106,7 |
| NOPLAT [mln PLN] | 449,8 | 327,2 | 338,6 | 350,9 | 349,4 | 391,0 | 395,2 | 397,6 | 398,5 | 399,5 | 401,4 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 244,4 | 260,0 | 278,8 | 293,8 | 308,4 | 310,4 | 312,1 | 313,2 | 313,9 | 314,1 | 314,0 |
| CAPEX [mln PLN] | -401,2 | -444,1 | -379,6 | -468,7 | -326,5 | -327,4 | -324,5 | -321,8 | -319,3 | -316,8 | -314,1 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -66,1 | -1,3 | -4,3 | -0,2 | -4,6 | -3,0 | -1,6 | -1,8 | -2,0 | -2,0 | -2,1 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | - | -172,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -4,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF [mln PLN] | 226,9 | -31,1 | 228,5 | 170,9 | 321,7 | 366,0 | 381,2 | 387,3 | 391,1 | 394,9 | 399,3 |
| DFCF [mln PLN] | | -30,3 | 206,7 | 143,4 | 249,9 | 262,5 | 252,1 | 235,8 | 219,1 | 203,2 | 188,5 |
| Suma DFCF [mln PLN] | | 1 930,7 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | | 5 818,2 | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0% | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | | 2 746,0 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | | 4 676,7 | | | | | | | | | |
| Dług netto* [mln PLN] | | 1 260,3 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału | | 3 416,4 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | | 52,7 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | | 64,8 | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 3,6% | 3,6% | 0,2% | 3,7% | 2,4% | 1,2% | 1,4% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| EBIT zmiana r/r | -29,7% | 3,5% | 3,6% | -0,4% | 11,9% | 1,1% | 0,6% | 0,2% | 0,3% | 0,5% |
| FCF zmiana r/r | -113,7% | -834,2% | -25,2% | 88,3% | 13,8% | 4,1% | 1,6% | 1,0% | 1,0% | 1,1% |
| Marża EBITDA | 18,2% | 18,4% | 19,2% | 18,8% | 19,7% | 19,6% | 19,5% | 19,2% | 19,0% | 18,7% |
| Marża EBIT | 11,2% | 11,2% | 11,5% | 11,1% | 12,1% | 12,1% | 12,0% | 11,9% | 11,7% | 11,6% |
| Marża NOPLAT | 8,8% | 8,8% | 9,1% | 8,8% | 9,6% | 9,6% | 9,5% | 9,4% | 9,2% | 9,2% |
| CAPEX / Przychody | 12,0% | 9,9% | 12,2% | 8,2% | 8,0% | 7,8% | 7,7% | 7,5% | 7,3% | 7,2% |
| CAPEX / Amortyzacja | 170,8% | 136,2% | 159,5% | 105,9% | 105,5% | 104,0% | 102,7% | 101,7% | 100,8% | 100,0% |
| Zmiana KO / Przychody | 0,0% | 0,1% | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 1,0% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% |

Źródło: BDM S.A. * - z końca '17+395 mln PLN dywidendy (DD 02.07.18, DW 31.08.18).

Kalkulacja WACC

| | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 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 | 70,8% | 72,1% | 73,4% | 80,0% | 84,9% | 88,2% | 91,2% | 94,2% | 97,1% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | 4,3% |
| Udział kapitału obcego | 29,2% | 27,9% | 26,6% | 20,0% | 15,1% | 11,8% | 8,8% | 5,8% | 2,9% | 0,0% |
| WACC | 7,6% | 7,7% | 7,8% | 8,1% | 8,3% | 8,4% | 8,6% | 8,7% | 8,9% | 9,0% |

Źródło: BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | -3,0% | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% |
| beta | 0,7 | 52,0 | 56,3 | 61,7 | 68,4 | 77,2 | 89,3 | 106,6 | 133,9 | 183,1 |
| | 0,8 | 48,2 | 52,0 | 56,6 | 62,4 | 69,9 | 79,8 | 93,6 | 114,4 | 149,1 |
| | 0,9 | 44,8 | 48,1 | 52,2 | 57,1 | 63,5 | 71,7 | 83,0 | 99,3 | 124,8 |
| | 1,0 | 41,6 | 44,6 | 48,1 | 52,5 | 57,9 | 64,8 | 74,1 | 87,1 | 106,6 |
| | 1,1 | 38,7 | 41,3 | 44,5 | 48,3 | 52,9 | 58,8 | 66,6 | 77,1 | 92,4 |
| | 1,2 | 36,0 | 38,4 | 41,2 | 44,5 | 48,5 | 53,6 | 60,1 | 68,8 | 81,0 |
| | 1,3 | 33,6 | 35,7 | 38,1 | 41,1 | 44,6 | 49,0 | 54,5 | 61,8 | 71,7 |

Źródło: BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|------|---|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | -3,0% | -2,0% | -1,0% | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% |
| Premia za ryzyko | 3,0% | 56,2 | 61,1 | 67,3 | 75,2 | 85,8 | 100,6 | 122,9 | 159,9 | 234,0 |
| | 4,0% | 48,2 | 52,0 | 56,6 | 62,4 | 69,9 | 79,8 | 93,6 | 114,4 | 149,1 |
| | 5,0% | 41,6 | 44,6 | 48,1 | 52,5 | 57,9 | 64,8 | 74,1 | 87,1 | 106,6 |
| | 6,0% | 36,0 | 38,4 | 41,2 | 44,5 | 48,5 | 53,6 | 60,1 | 68,8 | 81,0 |
| | 7,0% | 31,3 | 33,2 | 35,4 | 37,9 | 41,1 | 44,9 | 49,6 | 55,7 | 63,9 |
| | 8,0% | 27,1 | 28,7 | 30,4 | 32,5 | 34,9 | 37,9 | 41,4 | 45,9 | 51,6 |
| | 9,0% | 23,6 | 24,8 | 26,2 | 27,9 | 29,8 | 32,1 | 34,9 | 38,2 | 42,4 |

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | Beta | | | | | | | | |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| Premia za ryzyko | 3,0% | 128,1 | 117,7 | 108,6 | 100,6 | 93,6 | 87,2 | 81,5 | 76,4 | 71,7 |
| | 4,0% | 105,9 | 95,8 | 87,2 | 79,8 | 73,2 | 67,5 | 62,3 | 57,7 | 53,6 |
| | 5,0% | 89,3 | 79,8 | 71,7 | 64,8 | 58,8 | 53,6 | 49,0 | 44,9 | 41,2 |
| | 6,0% | 76,4 | 67,5 | 60,0 | 53,6 | 48,1 | 43,3 | 39,1 | 35,4 | 32,1 |
| | 7,0% | 66,1 | 57,7 | 50,8 | 44,9 | 39,8 | 35,4 | 31,6 | 28,2 | 25,2 |
| | 8,0% | 57,7 | 49,9 | 43,3 | 37,9 | 33,2 | 29,1 | 25,6 | 22,5 | 19,8 |
| | 9,0% | 50,8 | 43,3 | 37,2 | 32,1 | 27,8 | 24,0 | 20,8 | 17,9 | 15,4 |

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 24 sierpnia 2018. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,3 mld PLN, co odpowiada 63,4 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'18 na poziomie 6,1x, czyli z ok. 16% dyskontem do mediany spółek z grupy porównawczej. Dyskonto dla wskaźnika za rok 2019P wynosi 13% z perspektywą podniesienia założeń.

Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | |
|-----------------------------|--------|-------------|--------|-----------|-------------|-------|---------|-------------|-------|
| | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P |
| SOLVAY | 8,0 | 7,6 | 6,7 | 8,2 | 6,5 | 4,5 | 9,8 | 8,1 | 6,2 |
| SODA SANAYII | 10,4 | 12,1 | - | 5,0 | 4,1 | 3,5 | 6,4 | 5,3 | 4,5 |
| CINER RESOURCE** | 41,6 | 18,9 | 14,5 | 9,9 | 9,2 | 8,7 | 16,6 | 13,3 | 12,0 |
| GENESIS ENERGY* | 15,6 | 13,9 | 12,2 | 7,9 | 7,1 | 5,5 | 10,3 | 9,1 | 7,1 |
| TATA CHEMICALS | 12,2 | 11,4 | 10,5 | 7,2 | 6,7 | 6,1 | 10,6 | 9,6 | 8,7 |
| BASF | 18,6 | 16,2 | 14,6 | 6,5 | 6,3 | 5,9 | 12,6 | 12,1 | 10,8 |
| WACKER CHEMIE | 14,0 | 13,0 | 11,8 | 7,2 | 6,5 | 5,7 | 10,3 | 9,3 | 8,5 |
| MEDIANA | | | | | | | | | |
| | 9,4 | 9,2 | 8,8 | 6,1 | 5,6 | 5,3 | 9,9 | 9,3 | 8,9 |
| CIECH | -33,0% | -29,2% | -25,6% | -15,7% | -12,7% | -6,9% | -4,2% | 0,2% | 4,0% |
| Premia/dyskonto do spółki | | | | | | | | | |
| | 78,5 | 74,3 | 70,7 | 67,0 | 63,6 | 58,2 | 56,0 | 52,4 | 49,7 |
| Wycena wg wskaźnika | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% | 33,3% |
| Waga roku | 8,0 | 7,6 | 6,7 | 8,2 | 6,5 | 4,5 | 9,8 | 8,1 | 6,2 |
| Wycena wg wskaźników | | 74,5 | | | 62,9 | | | 52,7 | |
| Waga wskaźnika | | 33,3% | | | 33,3% | | | 33,3% | |
| Premia / dyskonto | | | | | | | | | |
| Wycena 1 akcji [PLN] | | 63,4 | | | | | | | |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 24.08.2018. * - Genesis Energy we wrześniu'17 zakupiło aktywa sodowe Tronox (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 | | |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|---------|--------|--------|
| | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P |
| PCC ROKITA | 8,4 | 8,8 | 9,1 | 7,1 | 7,2 | 7,4 | 8,9 | 9,2 | 9,6 |
| GRUPA AZOTY | 17,9 | 14,0 | 16,2 | 4,7 | 4,1 | 4,1 | 15,2 | 11,5 | 12,7 |
| ZA PUŁAWY | 16,4 | 10,9 | 14,7 | 4,6 | 3,8 | 4,5 | 11,7 | 7,8 | 11,2 |
| ZCH POLICE | - | 12,1 | 11,5 | 10,0 | 6,3 | 5,8 | 31,6 | 11,9 | 10,9 |
| MEDIANA | 16,4 | 11,5 | 13,1 | 5,9 | 5,2 | 5,1 | 13,5 | 10,3 | 11,1 |
| CIECH | 9,4 | 9,2 | 8,8 | 6,1 | 5,6 | 5,3 | 9,9 | 9,3 | 8,9 |
| Premia/dyskonto | -42,9% | -20,0% | -32,8% | 3,0% | 8,9% | 3,7% | -26,7% | -10,1% | -20,1% |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 24.08.2018.

Porównanie mnożników do transakcji M&A na rynku sodowym

| Data | Sprzedający | Kupujący | Moce produkcyjne [mln ton] | Wartość transakcji [mln USD] | Implikowana wartość 100% [mln USD] | EV/EBITDA x | Uwagi | EV/capacity USD/t |
|--------|-----------------|----------------------|----------------------------|------------------------------|------------------------------------|-------------|--------------|-------------------|
| lip-15 | OCI Resources | Park Holding (Ciner) | 2,7 | 429 | 574 | 9,5 | za 2015P | 212,6 |
| lut-15 | FMC | Tronox | 3,8 | 1 640 | 1 640 | 9,4 | za 2014 | 431,6 |
| wrz-17 | Tronox | Genesis Energy | 3,8 | 1 325 | 1 325 | 8,0 | za 2Q'17 LTM | 348,7 |
| | CIECH- Soda | | 2,46 | | 1 019 | 4,7 | za 1Q'18 LTM | 414,3 |
| | Premia/dyskonto | | | | | -50,5% | | 18,8% |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki

PROGNOZA NA 2Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 2Q'18 ceny kontraktowe sody kalcynowanej były porównywalne q/q (-2% r/r). Nieco lepiej prezentowały się ceny spotowe, przez co efektywny spadek będzie mniejszy (podobnie jak w 1Q'18). Wyniki segmentu sodowego obniżały wysokie ceny gazu, które nie uległy sezonowej obniżce (+37% r/r). Z kolei pozytywnie na biznes wpływały niższe q/q ceny koksu (dalej +25% r/r) i kurs EUR/PLN (+1% r/r), który przeszkadzał marży szczególnie w dwóch ostatnich kwartałach. Wolumen sprzedaży powinien być porównywalny r/r (postój remontowy w SDC, rok temu w Janikowie).

W 2Q'18 liczymy na ok. 130 mln PLN EBITDA segmentu sodowego vs 163 mln PLN przed rokiem i 145 mln PLN w 1Q'18. Słabszy wynik powinna mieć także Organika przez mniejszą sprzedaż ŚOR (opóźniona i stracona aplikacja) i wyższe koszty surowców petrochemicznych w żywicach. Lepszy powinien być wynik w Krzemianach. Skonsolidowana EBITDA powinna spaść o ok. 18% r/r.

Na ostatniej konferencji wynikowej (za 1Q'18) zarząd optymistycznie komentował kształtowanie się przyszłej ścieżki cenowej na rynku sody kalcynowanej. Dotychczas podaż z nowych mocy produkcyjnych w Turcji nie wpłynęła na ceny spotowe, a w Chinach doszło do znaczących ograniczeń produkcyjnych. W związku z tym istotnie podnieśliśmy nasze założenia na 2019 rok, choć dalej oczekujemy stabilnych cen (zarząd mówił o wzrostach).

Prognozy wyników na 2Q'2018 [mln PLN]

| | 2Q'17 | 2Q'18P | zmiana r/r | 1H'17 | 1H'18P | zmiana r/r | 2017 | 2018P | zmiana r/r | 2019P | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 883,0 | 915,9 | 3,7% | 1 781,4 | 1 801,5 | 1,1% | 3 579,4 | 3 706,6 | 3,6% | 3 841,6 | 3,6% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 219,3 | 221,1 | 0,8% | 439,5 | 427,7 | -2,7% | 916,7 | 953,9 | 4,1% | 1 040,0 | 9,0% |
| EBITDA | 191,3 | 157,0 | -17,9% | 377,7 | 322,5 | -14,6% | 832,7 | 674,2 | -19,0% | 707,4 | 4,9% |
| EBITDA adj. | 191,9 | 157,0 | -18,2% | 378,6 | 324,6 | -14,3% | 808,1 | 674,2 | -16,6% | 707,4 | 4,9% |
| EBIT | 131,7 | 91,5 | -30,6% | 258,6 | 193,6 | -25,1% | 588,8 | 414,2 | -29,7% | 428,6 | 3,5% |
| Zysk brutto | 122,3 | 81,0 | -33,7% | 218,0 | 176,8 | -18,9% | 515,7 | 376,5 | -27,0% | 381,6 | 1,3% |
| Zysk netto | 92,9 | 64,0 | -31,1% | 170,9 | 137,9 | -19,3% | 393,4 | 295,7 | -24,8% | 301,4 | 1,9% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 24,8% | 24,1% | | 24,7% | 23,7% | | 25,6% | 25,7% | | 27,1% | |
| Marża EBITDA adj. | 21,7% | 17,1% | | 21,3% | 18,0% | | 22,6% | 18,2% | | 18,4% | |
| Marża EBIT | 14,9% | 10,0% | | 14,5% | 10,7% | | 16,4% | 11,2% | | 11,2% | |
| Marża zysku netto | 10,5% | 7,0% | | 9,6% | 7,7% | | 11,0% | 8,0% | | 7,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CAPEX I M&A

CAPEX 2015-2017

W latach 2015-2017 CAPEX grupy wyniósł 1,38 mld PLN czyli ok. 460 mln PLN średniorocznie. Największe wydatki dotyczyły instalacji odsiarczania/odazotowania w Janikowie i Inowrocławiu (ok. 250 mln PLN), programu rozwojowego w Inowrocławiu (wzrost mocy produkcyjnych o 200 tys. ton rocznie sody) czy w Vitrosilicon (szklisty krzemian sody pod kontrakt z Solvay).

CAPEX 2018-2020

W 2018-2020 oczekujemy ok. 1,3 mld PLN nakładów inwestycyjnych czyli 434 mln PLN średniorocznie. Najwięcej pochłonie instalacja soli warzonej w Niemczech (>400 mln PLN), która ma być gotowa w 2020/2021 i sody oczyszczonej także w Niemczech (ok. 100 mln PLN, koniec 2019 rok). Inwestycje powinny dać ok. 60 mln PLN efektów EBITDA po 2021/2022 roku.

M&A- przejęcie Proplan

Dnia 28.05.18 spółka poinformowała o podpisaniu umowy ws. przejęcia 75% udziałów w hiszpańskiej spółce Proplan, dostawy środków ochrony roślin (ŚOR), za 33,46 mln EUR. Spółka zawarła także umowę wspólników na pozostałe 25%. Zamknięcie transakcji miało nastąpić do końca lipca 2018.

Dnia 26.07.2018 spółka poinformowała, że ostatecznie nabyła 100% udziałów hiszpańskiej firmy za 44,62 mln EUR z czego 10% będzie odroczone i płatne w 10 ratach w 2019-2022. Spółka ma być konsolidowana w wynikach Ciech od 3Q'18.

Proplan to dostawca generycznych środków ochrony roślin korzystający z outsourcingu w zakresie produkcji, dostawy surowców i logistyki. Spółka zarządza portfelem ponad 120 rejestracji i w pełni koordynuje procesy z tym związane. Jednocześnie pracuje nad uzyskaniem wielu nowych rejestracji na 5 kontynentach. W samym 2018 roku Proplan poszerzy portfel o 18 nowych produktów. Głównym rynkiem działania Proplanu jest Hiszpania, ale firma dostarcza także środki ochrony roślin do Francji, Włoch, Australii i krajów Afryki Północnej. Planuje także ekspansję na rynki Ameryki Południowej.

Na konferencji wynikowej po 1Q'18 (30.05.18) zarząd przedstawił więcej szczegółów na temat Proplan. Spółka jest dostawcą gł. fungicydów (środków grzybobójczych, Sarzyna to herbicydy czyli środki chwastobójcze). Ponad 70% sprzedaży realizuje gł. w Hiszpanii. Sprzedaje także na największym rynku na świecie- w Ameryce Południowej. Gł. synergia to:

- budowa portfela produktów;
- dostęp do nowych rynków;
- optymalizacja nakładów inwestycyjnych (mniejsze koszty R&D);
- poprawa efektywności (mieszanie i konfekcjonowanie będzie odbywać się w Sarzynie).

Wybrane dane finansowe i transakcyjne Proplan

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln EUR] | 10,5 | 11,9 | 13,9 | 15,9 | |
| EBITDA [mln EUR] | 1,2 | 1,5 | 2,6 | 4,5 | |
| marża | 11,4% | 12,6% | 18,7% | 28,3% | |
| Przychody r/r | | 13,3% | 16,8% | 14,4% | |
| EBITDA r/r | | 25,0% | 73,3% | 73,1% | |
| % przychodów Ciech | 1,4% | 1,5% | 1,8% | 1,9% | |
| % EBITDA Ciech | 1,0% | 0,9% | 1,3% | 2,3% | |
| EV (Cena nabycia) mln EUR | | | | | 44,62 |
| EV/EBITDA*17 | | | | | 9,91 |
| EV/EBITDA (spółka)* | | | | | 10,12 |

Źródło: BDM, spółka. *- mnożnik EV/EBITDA przekazany przez spółkę podczas konferencji po 1Q'18.

RYNEK SODY KALCYNOWANEJ

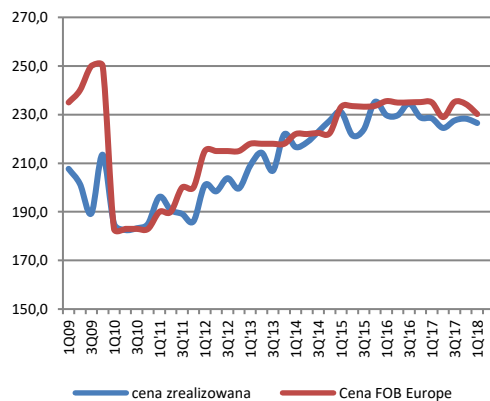
W 2018 roku oczekujemy ok. 2% r/r spadku cen kontraktowych (w EUR). Szacujemy, że w 1Q'18 spółka zrealizowała cenę ok. 1% niższą r/r.

Na konferencji wynikowej po 1Q'18 zarząd optymistycznie oceniał perspektywy rynku sody na 2019 rok wskazując, że rynek przygotowuje się raczej na wzrosty cen, niż na spadki (w 12.17 oczekiwaliśmy -2% r/r w '19). Spółka wskazywała na spadek podaży produktu w Chinach (kontrole środowiskowe, problemy z surowcami, m.in. z solanką) i wzrost zapotrzebowania na sodę ze strony m.in. nowych fabryk szkła w Europie (2 w Polsce).

Na konferencji Solvay po 2Q'18 spółka oceniała, że popyt na sodę jest dobry, a ceny w 2019 roku powinny wzrosnąć. Nowa podaż z Turcji została zaabsorbowana przez zamknięcia mocy w Chinach. Przedstawiciele Ciech określali ten efekt nawet na 3-4 mln ton przy wielkości globalnego rynku ok. 60 mln ton. Wg nich negocjacje cenowe na przyszły rok mogą rozpocząć się już wcześniej z obawy klientów przed wzrostem cen.

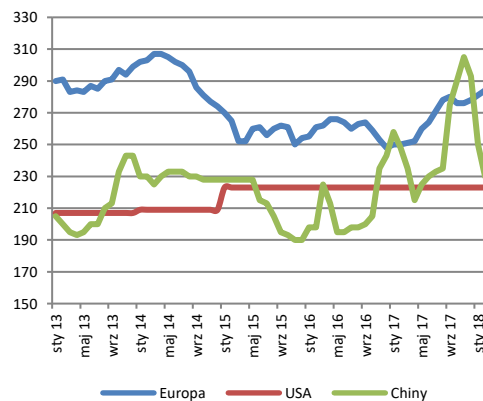
Chiny są największym i marginalnym producentem sody kalcyonowanej. Dotychczas Chiny były eksporterem netto sody w wysokości ok. 2 mln ton rocznie. Turcja w 2017/2018 zwiększyła zdolności o ok. 2,5 mln ton.

Ceny sody kalcyonowanej [EUR/t]



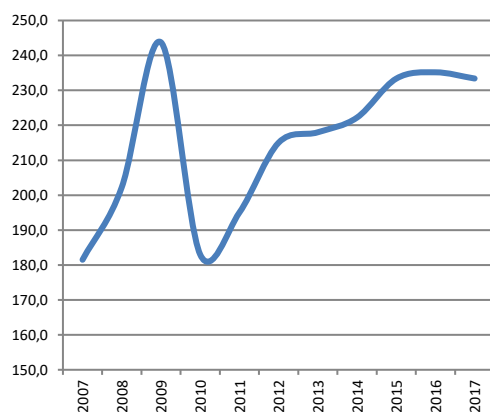
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka. Cena zrealizowana - szacunki własne. Cena FOB Europe do końca kwietnia'18

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



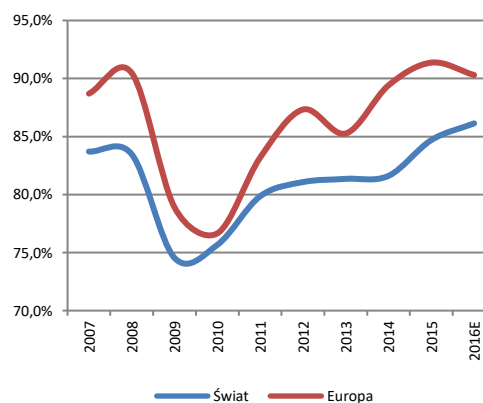
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- notowania WE i US do końca marca'18, notowania w Chinach do końca kwietnia'18

Ceny sody kalcyonowanej [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych



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

RYNEK SUROWCOWY

W końcówce 2016 roku problemem po stronie kosztów produkcji stał się dynamiczny wzrost cen węgla energetycznego (ARA) i węgla koksującego (Australia FOB).

Zużycie podstawowych surowców energetycznych w segmencie sodowym

| | | zużycie 2016 model | zużycie wg Ciech | Koszty 2016 tys. PLN | Udział w kosztach ogółem | Udział w sprzedaży sody | Uwagi |
|---------------------|----------|--------------------|--|----------------------|--------------------------|-------------------------|---|
| Węgiel energetyczny | tys. ton | 956 | 850-900 | 220 959 | 8,2% | 9,1% | Połowa wolumenu w długoterminowym kontrakcie |
| Koks | tys. ton | 223 | 220 lub 5-10% więcej antracytu/t wsadu | 172 213 | 6,4% | 7,1% | możliwość do 50% zamiany na antracyt |
| Gaz | tys. MWh | 2 028 | >2 mln MWh | 125 539 | 4,7% | 5,2% | EC Strassfurt 60% na rzecz Sodawerk, 40% ciepło do miasta |
| Razem | | | | 518 711 | 19,4% | 21,5% | |

Źródło: BDM, Bloomberg, spółka

Ceny węgla energetycznego na świecie i w Polsce

Ceny węgla energetycznego ARA zaczęły odbijać od dna już w 2Q'16. Obecnie sięgają 100 USD/t, co oznacza ponad 20% r/r wzrost cen. Kontrakty futures wskazują na ustabilizowanie się ceny w rejonach 80 USD/t w długim terminie.

W kraju indeks PSCMI 2 (węgiel dla ciepłownictwa) zanotował dołek w 2Q/3Q'16 poniżej 200 PLN/t (ok. 51 USD/t). Kolejne kwartały przyniosły już znaczny wzrost cen do poziomu 298 PLN/t w 2Q'18 (+28% r/r), co oznacza poziom 83 USD/t. Ceny są wyższe niż myśleliśmy w grudniu'17.

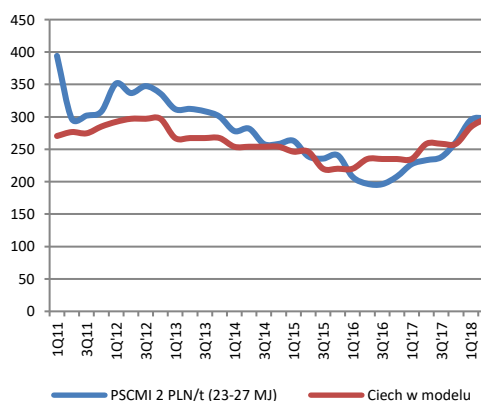
Przyjmujemy, że Ciech płacił za węgiel w ostatnich kwartałach w okolicach PSCMI 2 (ok. 300 PLN/t). W 2017 roku szacujemy, że koszty węgla wzrosły ok. 9% r/r, a w 2018 roku pójdą w górę o ok. 16% r/r (poprzednio oczekiwaliśmy nieco większego wzrostu cen), co da cenę ok. 80 USD/t. Do 2020 r. przyjmujemy koszt poniżej ARA (80-90 USD/t), czyli ok. 75 USD/t (bez zmian).

Ceny węgla ARA vs PSCMI [USD/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, GPI

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



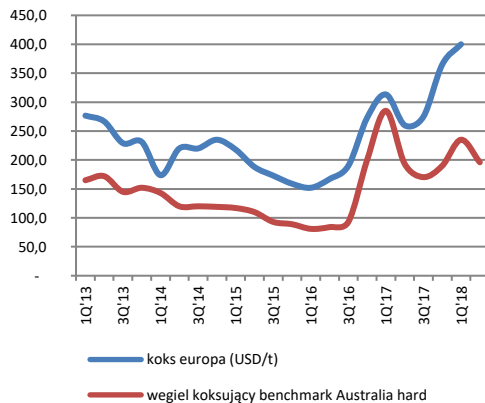
Źródło: BDM, GPI

Ceny węgla koksującego i koksu

Rocznie spółka zużywa ok. 200 tys. ton koksu (100 kg/1 t. sody). Głównym surowcem w produkcji koksu jest węgiel koksujący, którego ceny do 1Q'17 wzrosły do 285 USD/t z 80-90 USD/t w 2016 roku. Obecnie ceny węgla koksującego kształtują się na poziomie ok. 180 USD/t. W 2H'18 i w długim terminie oczekujemy ich spadku w okolice 150 USD/t.

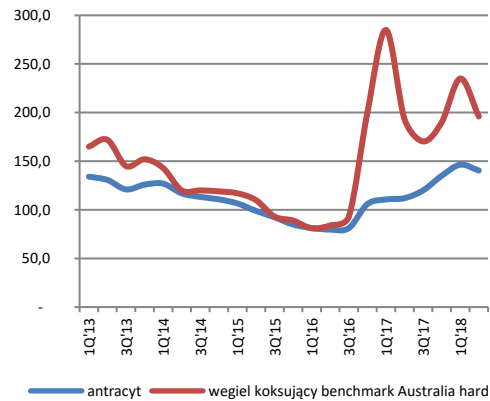
Wskazujemy, że spółka może część drogiego koksu (opartego o węgiel koksujący) zamienić na tańszy antracyt (w modelu do 50% zapotrzebowania).

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

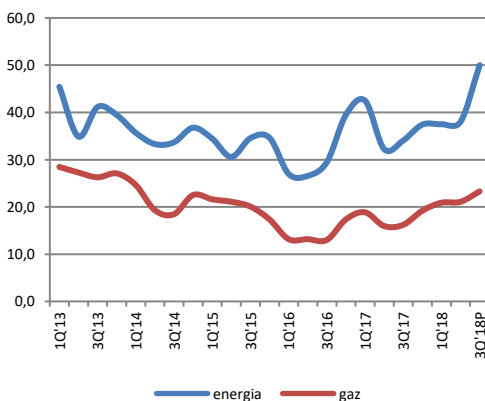
W Strassfurcie spółka posiada własną EC gazową, która 35-40% ciepła sprzedaje na zewnątrz do miasta. W rezultacie dla wyniku EC istotna jest różnica między cenę energii/ciepła a gazu.

Notowania gazu wyraźnie wzrosły w okresie luty/marzec'18 przez falę mrozów w Europie. W kolejnych miesiącach nie uległy sezonowym obniżkom. W ostatnich tygodniach obserwowany jest ich dalszy wzrost przed sezonem zimowym.

W 2Q'18 ceny gazu wzrosły o ok. 35% r/r. W 3Q'18 wzrost cen przekracza 40%. Zdecydowanie rosną także ceny energii, które obecnie sięgają 50-60 EUR/MWh, co oznacza ponad 50% r/r wzrost w 3Q'18 (+18% w 2Q'18).

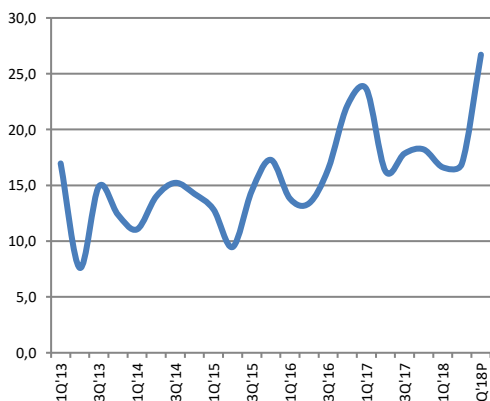
Przyszłe projekcje cenowe dla gazu opieramy o aktualną krzywą terminową, co oznacza dalszy wzrost cen gazu do 4Q'18 (25 EUR/MWh), utrzymanie wysokich cen w 2019 roku i lekki spadek w okresie 2020-2022, co powinno wówczas pozytywnie wpływać na marżę Ciech.

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):

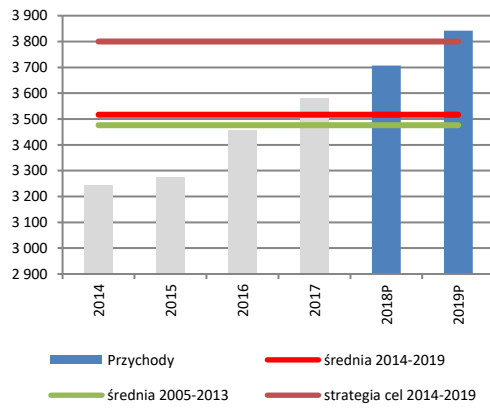
- średnioroczne przychody ze sprzedaży ok. 3,8 mld PLN;
- średnioroczna EBITDA znormalizowana ok. 660 mln PLN;
- średnioroczna marża EBITDA znormalizowana 17%;
- spadek wskaźnika DN/EBITDA poniżej 1,0x w 2019 roku;
- średnioroczna stopa dywidendy na poziomie 3%.

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.

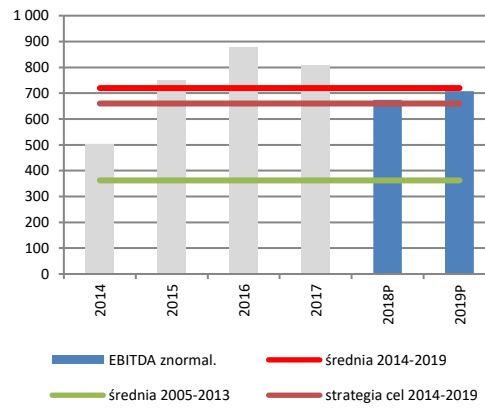
Na kolejnych konferencjach wynikowych zarząd spółki wskazywał na wzmocnienie pozycji lidera w segmencie sodowym poprzez pozyskanie nowych klientów czy wydłużenie terminów kontraktów długoterminowych (zabezpieczenie wolumenów po wejściu na rynek nowych mocy produkcyjnych z Turcji). Zarząd ma kłaść nacisk 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 używana gł. w segmencie szklarskim. Spółka rozwija również sprzedaż nowych produktów w segmencie organicznym.

W latach 2014-2017 strategia została zrealizowana z nawiązką. Znormalizowana EBITDA w 2015 roku wzrosła do 750 mln PLN, a za 2016 rok przekroczyła 870 mln PLN (808 mln PLN w 2017). Główny efekt znaczącego wzrostu EBITDA to szybka użycie 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 kształtują się ok. 9% powyżej strategii zarządu.

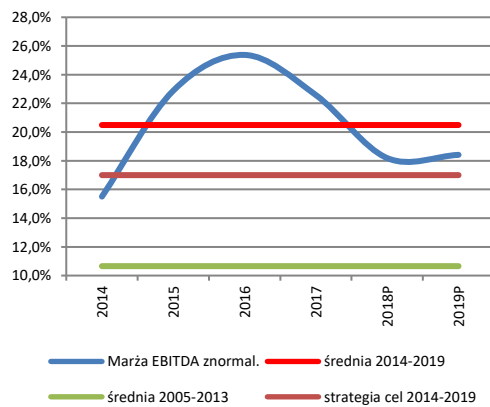
W naszych prognozach (od 3Q'18) uwzględniliśmy akwizycję spółki Proplan z obszaru ŚOR. Już podczas prezentacji strategii w 2014 roku zarząd zgłaszał ambicje akwizycyjne. Miałyby one uniezależnić spółkę od koniunktury na rynku sody kalcynowanej. Pod koniec 2016 roku spółka złożyła ofertę na portugalsko/hiszpańskiego producenta ŚOR firmę SAPEC. Ostatecznie kupcem okazał się fundusz Bridgepoint. Wartość transakcji wyniosła 456 mln EUR czyli 11,5x EBITDA 2Q'16LTM. W 3Q'18 spółka sfinalizowała nabycie Proplan (za 44,6 mln EUR, ok. 10x EBITDA'17). Zarząd nie wykluczył kolejnych ofert w tym segmencie.

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]


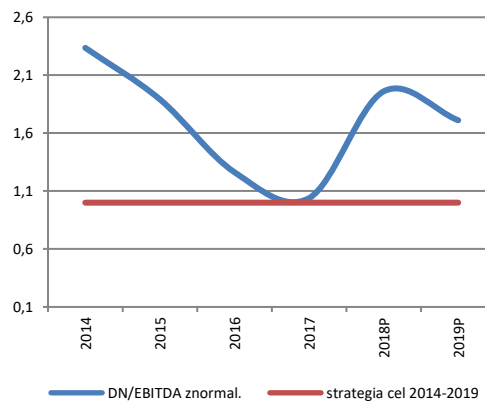
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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 2018-2019

Nasze projekcje na lata 2018/2019 zostały podwyższone o 12/18% głównie z uwagi na lepsze od oczekiwań ceny sody kalcynowanej (segment sodowy +23/+27% EBITDA vs oczek.). W poprzednim raporcie spodziewaliśmy się 5% r/r spadku cen kontraktowych w 2018 roku i 2% spadku cen w '19. Faktycznie ceny kontraktowe spadły w '18 o ok. 2% r/r. Na 2019 rok oczekujemy ich utrzymania. Spółka na konferencji po 1Q'18 komunikowała, że niewykluczony jest ich nawet wzrost.

Utrzymanie EBITDA w segmencie organicznym mimo gorszego otoczenia biznesowego (słabe ceny i wolumeny ŚOR, droższe surowce petrochemiczne) związane jest z konsolidacją Proplan od 3Q'18 (rocznie ok. 20 mln PLN EBITDA).

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2018-2019 [mln PLN]

| | 2018P | | | 2019P | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|
| | poprzednio* | aktualnie | zmiana | poprzednio* | aktualnie | zmiana |
| Przychody | 3 544 | 3 704 | 5% | 3 508 | 3 842 | 9% |
| segment sodowy | 2 211 | 2 334 | 6% | 2 197 | 2 406 | 10% |
| segment organiczny | 1 017 | 1 042 | 2% | 994 | 1 103 | 11% |
| segment krzemiany | 224 | 223 | -1% | 226 | 226 | 0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 855 | 961 | 12% | 833 | 1 057 | 27% |
| segment sodowy | 567 | 696 | 23% | 543 | 749 | 38% |
| segment organiczny | 158 | 152 | -4% | 158 | 164 | 4% |
| segment krzemiany | 63 | 60 | -6% | 64 | 53 | -17% |
| EBITDA | 603 | 674 | 12% | 598 | 707 | 18% |
| segment sodowy | 449 | 550 | 23% | 438 | 558 | 27% |
| segment organiczny | 94 | 86 | -9% | 99 | 96 | -3% |
| segment krzemiany | 48 | 39 | -19% | 49 | 38 | -21% |
| EBIT | 351 | 414 | 18% | 335 | 429 | 28% |
| segment sodowy | 261 | 354 | 36% | 243 | 348 | 43% |
| segment organiczny | 62 | 56 | -10% | 66 | 65 | -2% |
| segment krzemiany | 28 | 18 | -35% | 28 | 17 | -41% |
| Zysk netto | 253 | 296 | 17% | 241 | 301 | 25% |

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 11.12.2017

ZAŁOŻENIA NA LATA 2018-2027

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

| | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sprzedaż tys. ton | | | | | | | | | | | | |
| Soda | 2 233 | 2 291 | 2 310 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 | 2 337 |
| Polska | 1 275 | 1 300 | 1 320 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 | 1 330 |
| Niemcy | 561 | 551 | 550 | 570 | 570 | 570 | 570 | 570 | 570 | 570 | 570 | 570 |
| Rumunia | 397 | 440 | 440 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 | 437 |
| Żywyce | 28 | 28 | 30 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Środki ochrony roślin | 11 | 11 | 11 | 13 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Krzemiany | 136 | 172 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Produkty szklane | 62 | 62 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| Zmiana r/r | | | | | | | | | | | | |
| Soda | 4,0% | 2,6% | 0,8% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Polska | 10,9% | 2,0% | 1,5% | 0,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Niemcy | 0,0% | -1,8% | -0,2% | 3,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rumunia | -9,0% | 10,9% | 0,0% | -0,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Żywyce | 6,7% | 0,0% | 6,3% | 5,9% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Środki ochrony roślin | -3,2% | 6,6% | 0,9% | 10,5% | 4,8% | 9,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Krzemiany | 35,8% | 26,3% | 16,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Produkty szklane | -2,4% | 0,0% | 2,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

| | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|----------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Soda kalcynowana [EUR/t] | 232 | 229 | 224 | 224 | 224 | 229 | 233 | 238 | 243 | 247 | 252 | 257 |
| Żywyce epoksydowe [EUR/t] | 1 691 | 2 004 | 2 534 | 2 478 | 2 259 | 2 113 | 1 999 | 1 957 | 1 937 | 1 937 | 1 937 | 1 937 |
| Żywyce poliestrowe [EUR/t] | 1 257 | 1 546 | 2 034 | 1 989 | 1 814 | 1 697 | 1 605 | 1 571 | 1 555 | 1 555 | 1 555 | 1 555 |
| Pianki PUR [EUR/t] | 3 191 | 3 706 | 3 779 | 3 473 | 3 392 | 3 335 | 3 289 | 3 272 | 3 264 | 3 264 | 3 264 | 3 264 |
| Zmiana r/r | | | | | | | | | | | | |
| Soda kalcynowana | 0,0% | -1,5% | -2,0% | 0,0% | 0,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Żywyce epoksydowe | -12,6% | 18,5% | 26,5% | -2,2% | -8,8% | -6,5% | -5,4% | -2,1% | -1,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Żywyce poliestrowe | -15,3% | 22,9% | 31,6% | -2,2% | -8,8% | -6,5% | -5,4% | -2,1% | -1,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Pianki PUR | 0,3% | 16,2% | 2,0% | -8,1% | -2,4% | -1,7% | -1,4% | -0,5% | -0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

| | 2016 | 2017 | 2018 | | 2019P | 2020P | 2021P | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | P | P | | | | P | P | P | P | P | P |
| Węgiel energetyczny [PLN/t] | 231 | 253 | 294 | 294 | 265 | 238 | 243 | 248 | 253 | 258 | 263 | 268 | |
| Koks [USD/t] | 196 | 303 | 306 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 | |
| Antracyt [USD/t] | 87 | 119 | 134 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 121 | |
| Ropa naftowa Brent [USD/bbl] | 45 | 55 | 72 | 71 | 67 | 65 | 63 | 62 | 61 | 61 | 61 | 61 | |
| Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh] | 14 | 18 | 23 | 22 | 21 | 20 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | |
| Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3] | 862 | 974 | 1 052 | 1 065 | 1 015 | 965 | 951 | 947 | 947 | 947 | 947 | 947 | |
| EPI [EUR/t] | 978 | 1 215 | 1 904 | 1 863 | 1 698 | 1 589 | 1 503 | 1 471 | 1 456 | 1 456 | 1 456 | 1 456 | |
| Zmiana r/r | | | | | | | | | | | | | |
| Węgiel energetyczny | -0,8% | 9,2% | 16,4% | 0,0% | 10,0% | 10,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | |
| Koks | 6,0% | 55,2% | 0,8% | 19,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| Antracyt | -9,0% | 37,0% | 12,6% | 10,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,8% | |
| Ropa naftowa | 16,1% | 22,5% | 30,7% | -1,8% | -4,8% | -4,0% | -2,9% | -2,1% | -1,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| Gaz ziemny Niemcy | 29,2% | 23,8% | 28,5% | -1,1% | -4,1% | -6,7% | -8,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| Gaz ziemny PL | 20,7% | 13,0% | 8,1% | 1,2% | -4,7% | -4,9% | -1,4% | -0,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| EPI | 23,4% | 24,2% | 56,8% | -2,2% | -8,8% | -6,5% | -5,4% | -2,1% | -1,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

| | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EUR/PLN | 4,26 | 4,27 | 4,39 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 | 4,43 |
| USD/PLN | 3,78 | 3,60 | 3,69 | 3,56 | 3,47 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | 3,38 |
| Zmiana r/r | | | | | | | | | | | | |
| EUR/PLN | -2,4% | 0,3% | 2,8% | 0,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| USD/PLN | -4,3% | -4,7% | 2,4% | -3,4% | -2,6% | -2,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |



Dom Maklerski BDM S.A.

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

| Bilans [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 3 209,5 | 3 205,0 | 3 562,0 | 3 667,7 | 3 847,6 | 3 870,7 | 3 892,6 | 3 904,9 | 3 913,4 | 3 918,8 | 3 921,5 | 3 921,5 |
| Wartości niematerialne i prawne | 129,4 | 169,8 | 174,7 | 179,9 | 184,9 | 190,1 | 195,4 | 200,7 | 206,0 | 211,3 | 216,6 | 221,9 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 2 623,7 | 2 712,3 | 2 891,5 | 2 987,2 | 3 157,1 | 3 170,0 | 3 181,6 | 3 188,6 | 3 191,9 | 3 192,0 | 3 189,3 | 3 184,1 |
| Aktywa obrotowe | 1 292,4 | 1 438,5 | 1 011,5 | 1 138,0 | 1 194,3 | 1 080,9 | 1 087,9 | 1 166,0 | 1 218,0 | 1 239,0 | 1 226,6 | 1 179,4 |
| Zapasy | 299,3 | 364,5 | 377,5 | 391,2 | 391,8 | 406,4 | 416,1 | 421,3 | 427,1 | 433,4 | 439,9 | 446,5 |
| Należności krótkoterminowe | 515,5 | 523,1 | 538,8 | 558,4 | 559,3 | 580,1 | 594,0 | 601,4 | 609,7 | 618,7 | 628,0 | 637,4 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 477,6 | 551,0 | 95,2 | 188,3 | 243,1 | 94,4 | 77,8 | 143,3 | 181,2 | 186,8 | 158,7 | 95,4 |
| -środki pieniężne i ekwiwalenty | 414,4 | 489,8 | 34,0 | 127,1 | 181,9 | 33,2 | 16,6 | 82,1 | 120,0 | 125,6 | 97,5 | 34,2 |
| Aktywa razem | 4 501,9 | 4 643,5 | 4 573,5 | 4 805,7 | 5 041,9 | 4 951,6 | 4 980,5 | 5 070,9 | 5 131,4 | 5 157,8 | 5 148,1 | 5 100,8 |
| Kapitał (fundusz) własny | 1 766,8 | 2 187,6 | 2 088,0 | 2 306,3 | 2 538,6 | 2 766,1 | 3 015,0 | 3 244,0 | 3 441,7 | 3 604,1 | 3 729,9 | 3 818,1 |
| 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 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 | 470,8 |
| Niepodzielony wynik finansowy | 427,0 | 1 020,5 | 1 018,7 | 1 231,2 | 1 449,5 | 1 670,3 | 1 879,7 | 2 096,7 | 2 283,5 | 2 437,3 | 2 555,2 | 2 635,4 |
| Zysk (strata) netto | 593,5 | 393,4 | 295,7 | 301,4 | 315,5 | 322,1 | 361,7 | 373,6 | 384,5 | 393,1 | 401,1 | 409,0 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 2 738,4 | 2 458,9 | 2 488,2 | 2 502,2 | 2 506,1 | 2 188,3 | 1 968,3 | 1 829,8 | 1 692,6 | 1 556,6 | 1 420,9 | 1 285,5 |
| Rezerwy na zobowiązania | 222,8 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 | 194,0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 1 562,7 | 1 254,2 | 1 254,9 | 1 243,2 | 1 245,7 | 895,7 | 103,6 | 103,6 | 103,6 | 103,6 | 103,6 | 103,6 |
| -oprocentowane | 1 346,0 | 1 130,5 | 1 131,2 | 1 139,6 | 1 142,1 | 792,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 952,9 | 1 010,7 | 1 039,4 | 1 065,0 | 1 066,4 | 1 098,7 | 1 670,8 | 1 532,2 | 1 395,0 | 1 259,0 | 1 123,4 | 988,0 |
| -oprocentowane | 160,8 | 199,4 | 199,4 | 199,4 | 199,4 | 199,4 | 750,0 | 600,0 | 450,0 | 300,0 | 150,0 | 0,0 |
| Pasywa razem | 4 501,9 | 4 643,5 | 4 573,5 | 4 805,7 | 5 041,9 | 4 951,6 | 4 980,5 | 5 070,9 | 5 131,4 | 5 157,8 | 5 148,1 | 5 100,8 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody netto ze sprzedaży | 3 455,3 | 3 579,4 | 3 706,6 | 3 841,6 | 3 847,6 | 3 990,8 | 4 086,3 | 4 137,2 | 4 194,0 | 4 256,2 | 4 319,8 | 4 384,7 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów | 2 415,7 | 2 662,7 | 2 752,6 | 2 801,6 | 2 783,5 | 2 844,2 | 2 873,5 | 2 910,7 | 2 955,3 | 3 006,8 | 3 059,4 | 3 112,0 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 1 039,7 | 916,7 | 953,9 | 1 040,0 | 1 064,1 | 1 146,6 | 1 212,8 | 1 226,6 | 1 238,8 | 1 249,4 | 1 260,4 | 1 272,7 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 389,5 | 404,9 | 492,9 | 517,0 | 521,4 | 539,0 | 552,4 | 561,0 | 570,0 | 579,5 | 589,3 | 599,2 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 650,2 | 511,8 | 461,1 | 522,9 | 542,7 | 607,6 | 660,3 | 665,6 | 668,8 | 669,9 | 671,2 | 673,5 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 10,1 | 77,0 | -46,9 | -94,4 | -98,6 | -165,4 | -165,4 | -165,4 | -165,4 | -165,4 | -165,4 | -165,4 |
| EBITDA | 883,8 | 832,7 | 674,2 | 707,4 | 738,0 | 750,6 | 805,4 | 812,3 | 816,6 | 818,4 | 819,9 | 822,1 |
| EBIT | 660,3 | 588,8 | 414,2 | 428,6 | 444,2 | 442,2 | 494,9 | 500,2 | 503,4 | 504,5 | 505,7 | 508,1 |
| Saldo działalności finansowej | -36,0 | -73,3 | -37,6 | -47,0 | -44,9 | -34,5 | -37,1 | -27,3 | -16,6 | -6,9 | 1,9 | 9,7 |
| Zysk (strata) brutto | 625,0 | 515,7 | 376,5 | 381,6 | 399,3 | 407,7 | 457,8 | 472,9 | 486,7 | 497,6 | 507,7 | 517,7 |
| Zysk (strata) netto | 593,5 | 393,4 | 295,7 | 301,4 | 315,5 | 322,1 | 361,7 | 373,6 | 384,5 | 393,1 | 401,1 | 409,0 |

| CF [mln PLN] | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 836,9 | 628,8 | 549,0 | 576,0 | 605,7 | 625,3 | 670,5 | 684,4 | 694,7 | 703,2 | 711,8 | 721,0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -445,6 | -389,1 | -610,2 | -383,3 | -470,2 | -329,4 | -332,8 | -324,2 | -320,0 | -316,9 | -314,7 | -313,4 |
| Przepływy z działalności finansowej | -177,5 | -165,8 | -394,5 | -99,6 | -80,7 | -444,6 | -354,3 | -294,7 | -336,8 | -380,7 | -425,2 | -470,8 |
| Przepływy pieniężne netto | 213,7 | 73,9 | -455,7 | 93,1 | 54,8 | -148,7 | -16,6 | 65,5 | 37,9 | 5,6 | -28,1 | -63,3 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 202,9 | 414,4 | 489,8 | 34,0 | 127,1 | 181,9 | 33,2 | 16,6 | 82,1 | 120,0 | 125,6 | 97,5 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 414,4 | 489,8 | 34,0 | 127,1 | 181,9 | 33,2 | 16,6 | 82,1 | 120,0 | 125,6 | 97,5 | 34,2 |

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 4% | 4% | 4% | 0% | 4% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% |
| EBITDA zmiana r/r | -6% | -19% | 5% | 4% | 2% | 7% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| EBIT zmiana r/r | -11% | -30% | 3% | 4% | 0% | 12% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| Zysk netto zmiana r/r | -34% | -25% | 2% | 5% | 2% | 12% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Marża brutto na sprzedaży | 26% | 26% | 27% | 28% | 29% | 30% | 30% | 30% | 29% | 29% | 29% |
| Marża EBITDA | 23% | 18% | 18% | 19% | 19% | 20% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Marża EBIT | 16% | 11% | 11% | 12% | 11% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| Marża brutto | 14% | 10% | 10% | 10% | 10% | 11% | 11% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| Marża netto | 11% | 8% | 8% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| COGS / przychody | 74% | 74% | 73% | 72% | 71% | 70% | 70% | 70% | 71% | 71% | 71% |
| SG&A / przychody | 11% | 13% | 13% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| SG&A / COGS | 15% | 18% | 18% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| ROE | 18% | 14% | 13% | 12% | 12% | 12% | 12% | 11% | 11% | 11% | 11% |
| ROA | 8% | 6% | 6% | 6% | 7% | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% | 8% |
| Dług | 1 354,8 | 1 355,5 | 1 339,0 | 1 341,6 | 991,6 | 750,0 | 600,0 | 450,0 | 300,0 | 150,0 | 0,0 |
| D / (D+E) | 29% | 29% | 28% | 27% | 20% | 15% | 12% | 9% | 6% | 3% | 0% |
| D / E | 40% | 41% | 39% | 36% | 25% | 18% | 13% | 10% | 6% | 3% | 0% |
| Odsetki / EBIT | -12% | -9% | -11% | -10% | -8% | -7% | -5% | -3% | -1% | 0% | 2% |
| Dług / kapitał własny | 62% | 65% | 58% | 53% | 36% | 25% | 19% | 13% | 8% | 4% | 0% |
| Dług netto | 865,1 | 1 321,5 | 1 211,9 | 1 159,6 | 958,4 | 733,4 | 517,9 | 330,0 | 174,4 | 52,5 | -34,2 |
| Dług netto / kapitał własny | 40% | 63% | 53% | 46% | 35% | 24% | 16% | 10% | 5% | 1% | -1% |
| Dług netto / EBITDA | 1,0 | 2,0 | 1,7 | 1,6 | 1,3 | 0,9 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| Dług netto / EBIT | 147% | 319% | 283% | 261% | 217% | 148% | 104% | 66% | 35% | 10% | -7% |
| EV | 3 637,1 | 4 093,5 | 3 984,0 | 3 931,6 | 3 730,4 | 3 505,4 | 3 289,9 | 3 102,0 | 2 946,4 | 2 824,5 | 2 737,8 |
| Dług / EV | 37% | 33% | 34% | 34% | 27% | 21% | 18% | 15% | 10% | 5% | 0% |
| CAPEX / Przychody | 11% | 12% | 10% | 12% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 7% | 7% |
| CAPEX / Amortyzacja | 164% | 171% | 136% | 160% | 106% | 105% | 104% | 103% | 102% | 101% | 100% |
| Amortyzacja / Przychody | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% | 8% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Zmiana KO / Przychody | 2% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 53% | 1% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Wskaźniki rynkowe | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P |
| MC/S* | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| P/E* | 7,0 | 9,4 | 9,2 | 8,8 | 8,6 | 7,7 | 7,4 | 7,2 | 7,1 | 6,9 | 6,8 |
| P/BV* | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| P/CE* | 4,3 | 5,0 | 4,8 | 4,5 | 4,4 | 4,1 | 4,0 | 4,0 | 3,9 | 3,9 | 3,8 |
| EV/EBITDA* | 4,4 | 6,1 | 5,6 | 5,3 | 5,0 | 4,4 | 4,0 | 3,8 | 3,6 | 3,4 | 3,3 |
| EV/EBIT* | 6,2 | 9,9 | 9,3 | 8,9 | 8,4 | 7,1 | 6,6 | 6,2 | 5,8 | 5,6 | 5,4 |
| EV/S* | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| BVPS | 41,5 | 39,6 | 43,7 | 48,1 | 52,4 | 57,2 | 61,5 | 65,3 | 68,3 | 70,7 | 72,4 |
| EPS | 7,5 | 5,6 | 5,7 | 6,0 | 6,1 | 6,9 | 7,1 | 7,3 | 7,5 | 7,6 | 7,8 |
| CEPS | 12,1 | 10,5 | 11,0 | 11,6 | 12,0 | 12,8 | 13,0 | 13,2 | 13,4 | 13,6 | 13,7 |
| FCFPS | 6,9 | 7,2 | 7,3 | 7,4 | 7,5 | 7,6 | 7,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DPS w okresie | 0,0 | 7,5 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 2,1 | 2,7 | 3,5 | 4,4 | 5,2 | 6,1 |
| Payout ratio | 0,0% | 133,7% | 27,6% | 26,4% | 30,0% | 35,0% | 40,0% | 50,0% | 60,0% | 70,0% | 80,0% |
| DY* | 0,0% | 14,3% | 3,0% | 3,0% | 3,4% | 4,1% | 5,2% | 6,7% | 8,3% | 9,9% | 11,6% |

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 52,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
 Dyrektor Wydziału
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-412
 e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

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

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

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

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 |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------|-----------------|
| Kupuj | 64,5 | Kupuj | 61,1* | 24.08.2018 | 10:22 CEST | 52,6 | 60 032,0 |
| Kupuj | 68,6 | Akumuluj | 82,4 | 11.12.2017 | 14:22 CEST | 53,5 | 62 323,1 |
| 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 |

*- po DIV 7,5 PLN/akcję

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*: | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: | | | |
|--|---|-----|--------|------|
| | liczba | % | liczba | % |
| Kupuj | 3 | 38% | 1 | 100% |
| Akumuluj | 1 | 13% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Redukuj | 4 | 50% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.08.2018 roku (10:22 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.08.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendacje 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 nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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 24.08.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.