Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 68,6 PLN

11 GRUDZIEŃ 2017, 14:22 CEST

Notowania spółki w 2017 roku (YTD) straciły blisko 9% wobec ok. 9% zysku WIG-Chemia i porównywalnych podmiotów sodowych. W naszej opinii rynek przereagował informacje o uruchomieniu tureckich mocy produkcyjnych sody kalcynowanej (ponad 4% globalnego popytu). Zwracamy uwagę na sytuację w Chinach (kontrole środowiskowe i wyłączanie zdolności, wzrost kosztów produkcji bardziej energochłonną metodą Hou), gdzie ceny w listopadzie notowały ok. 30% wzrost r/r. Podkreślamy, że Chiny są największym na świecie i marginalnym producentem sody kalcynowanej. W latach 2007-2016 średnioroczne tempo wzrostu mocy produkcyjnych sięgało tam 6% rocznie przy wzroście globalnego popytu o 2,9% r/r. Obecnie kraj ten jest jeszcze eksporterem netto w wysokości ok. 2 mln ton rocznie. Oczekujemy więc, że wpływ nowych zdolności produkcyjnych w Turcji (2,5 mln ton) nie będzie tak dotkliwy dla cen jak zakłada rynek. Mając na względzie spadek kursu akcji i wycenę 5-6x EBITDA w 2017-2019, na bazie konserwatywnych projekcji finansowych, podnosimy zalecenie do KUPUJ i ustalamy cenę docelową na 68,6 PLN/szt.

We wrześniu'17 oficjalnie otwarto fabrykę sody na złożu Kazań w Turcji. Inwestycja jest obecnie w fazie rozruchu, podzielona na 5 etapów. Wg informacji ICIS z końca listopada'17 dotychczas działają 2/5 linii produkcyjnych (każda po 0,5 mln ton, łącznie 2,5 mln ton). Etapy 4 i 5 miały być uruchomione do końca roku, a linia nr. 5 w styczniu'18.

Globalny popyt na sodę kalcynowaną szacowany jest na ok. 58 mln ton rocznie. W latach 2007-2016 zyskiwał w średniorocznym tempie 2,9% r/r. Nawet przyjmując przyszłe tempo wzrostu popytu na 2% r/r oznacza to wzrost o ponad 1 mln ton rocznie (moce na złożu Kazań w Turcji ok. 2,5 mln ton). Zwracamy uwagę ponownie na Chiny, które stanowią ok. 45% światowych zdolności, dotychczas rozbudowywały moce produkcyjne w tempie 6% r/r (2007-2016) i są eksporterem netto w wysokości ok. 2 mln ton (IHS). Przy obecnych kontrolach środowiskowych i kosztach produkcyjnych mogą stać się nawet importerem. Już teraz ceny sody w Chinach rosną o ok. 30% r/r i są wyższe niż w Europie.

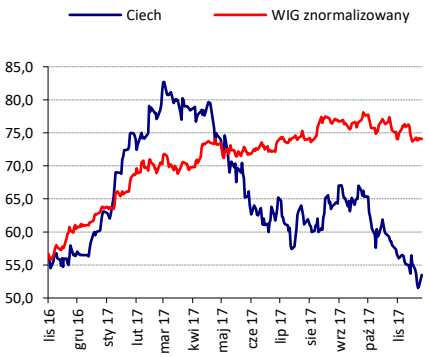
W 2018 roku przyjmujemy, że średnie ceny sody kalcynowanej spadną o ok. 5% r/r, co da negatywny efekt na marży ok 110 mln PLN EBITDA. Uważamy, że jest to założenie konserwatywne, a utracona marża powinna zostać skompensowana w części przez lepsze wolumeny sprzedaży (dużo problemów produkcyjnych w 2017 roku) i wynik pozostałych segmentów. Ostrożnie podchodzimy również do cenników na 2019 (-2% r/r) i 2020 (0% r/r).

Wyniki 4Q'17 nie powinny zmienić tendencji z minionych kwartałów. Również 2018 rok nie przyniesie przełomu patrząc na nasze podstawowe założenia (konserwatywne). Liczymy jednak, że wraz ze spadkiem presji na surowcach każdy kolejny kwartał 2018 roku powinien być lepszy.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	3 243,9	3 273,0	3 455,3	3 523,4	3 565,8	3 536,8
EBITDA [mln PLN]	524,8	707,5	883,8	749,8	621,0	612,6
EBITDA skoryg. [mln PLN]	503,0	749,0	876,8	743,6	621,0	612,6
EBIT [mln PLN]	320,3	489,8	660,3	507,3	368,1	349,3
Wynik netto [mln PLN]	167,1	342,8	593,5	345,3	267,2	252,0
P/BV	2,9	2,1	1,6	1,3	1,2	1,1
P/E	16,9	8,2	4,8	8,2	10,6	11,2
EV/EBITDA	7,6	5,9	4,5	5,0	6,1	6,2
EV/EBIT	12,5	8,5	6,0	7,4	10,3	10,8

Wycena DCF [PLN]	61,8
Wycena porównawcza [PLN]	95,5
Wycena końcowa [PLN]	**68,6**
Potencjał do wzrostu / spadku	**28,1%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	53,5
Kapitalizacja [mln PLN]	2 819,4
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	67,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	51,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-30,8%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
PZU TFI	12,2%
NN OFE	6,0%
Pozostali	30,7%

Krystian Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE ... 3
Znaczący spadek kursu akcji i atrakcyjna wycena ... 3
Rynek sody nie taki straszny jak się wydawało ... 4
Rynek hinduski trzeci najważniejszy w grupie ... 5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA ... 7
WYCENA DCF ... 8
WYCENA PORÓWNAWCZA ... 12
WYNIKI 3Q'17 ... 13
Konferencja z zarządem po 3Q'17 ... 13
PROGNOZA NA 4Q'17 I PERSPEKTYWY 2018 ROKU ... 14
Perspektywy na 2018 rok ... 14
RYNEK SODY KALCYNOWANEJ ... 15
RYNEK SUROWCOWY ... 16
Ceny węgla energetycznego na świecie i w Polsce ... 16
Ceny węgla koksującego i koksu ... 17
Ceny gazu i energii w Niemczech ... 17
STRATEGIA ZARZĄDU VS ZAŁOŻENIA BDM ... 18
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2017-2019 ... 20
ZAŁOŻENIA NA LATA 2017-2026 ... 21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE ... 22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 61,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 95,5 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 68,6 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	61,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	95,5
Wycena spółki [PLN]		**68,6**

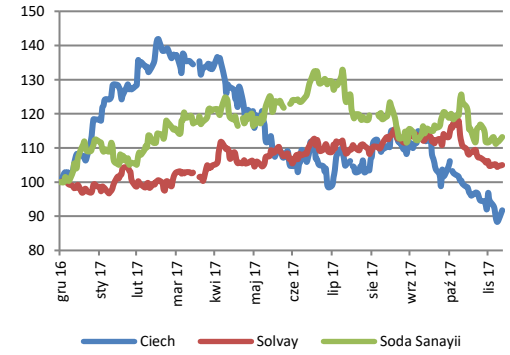
Źródło: BDM S.A.

Znaczący spadek kursu akcji i atrakcyjna wycena

W 2017 roku (YTD) notowania spółki straciły blisko 9% vs 9% zysku WIG-Chemia (+11% GA, +5% Synthos). W górę poszły również kursy innych spółek sodowych (Solvay +5%, turecka Soda Sanayii +13%).

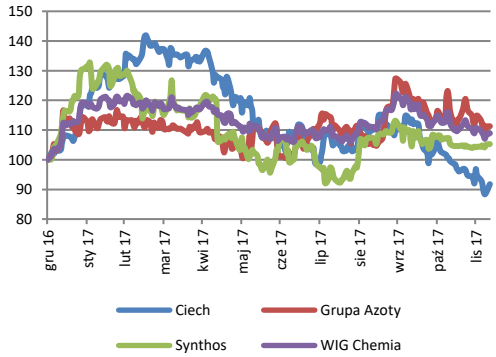
Spółka handlowana jest z istotnym dyskontem na lata 2017-2018 do innych spółek sodowych i krajowych podmiotów z branży chemicznej.

Znormalizowane kursy spółek sodowych



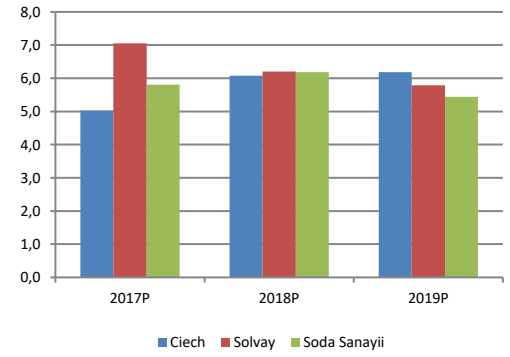
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Znormalizowane kursy krajowych spółek chemicznych



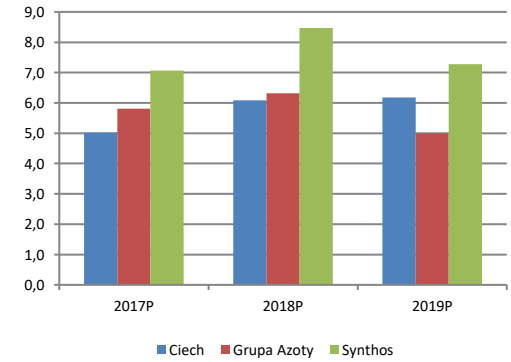
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EV/EBITDA spółek sodowych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EV/EBITDA krajowych spółek chemicznych



Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Rynek sody nie taki straszny jak się wydawało

Ceny sody kalcynowanej w kontraktach na 2017 rok w Europie zostały ustalona na 2% poniżej poziomów z 2016 roku. Pierwsze moce produkcyjne z rozbudowanej kopalni na złożu Beypazari (0,5 mln ton) weszły na rynek w 1Q'17. Nie wpłynęły one w znaczący sposób na ceny spotowe w kolejnych miesiącach.

We wrześniu'17 oficjalnie otwarto projekt kopalni trony na złożu Kazań w Turcji. Inwestycja jest obecnie w fazie rozruchu, podzielona na 5 etapów. Wg informacji ICIS z końca listopada dotychczas działają 2/5 linii produkcyjnych (każda po 0,5 mln ton, łącznie 2,5 mln ton). Etapy 4 i 5 miały być uruchomione do końca roku, a linia nr. 5 w styczniu'18 (na początku 2017 harmonogram: 1,5 mln ton do końca'17 i 1 mln ton w 1H'18). Wg informacji przekazywanych przez Ciech na konferencji wynikowej po 3Q'17 (14.11.2017) działała tylko 1 linia produkcyjna w dodatku nie na pełnym obciążeniu, a produktu „nie widać na rynku".

Zwracamy uwagę, że rozruch nowych instalacji przypadł na okres kontraktacji cen na 2018 rok i potencjalni klienci mogą nie chcieć kupować obietnicy, że wszystko niebawem będzie funkcjonować przy zadowalającej jakości produktu.

Obecnie trwa okres negocjacji cenników sody kalcynowanej na 2018 rok. Bardziej zaawansowana jest ona w USA, gdzie szacuje się nawet wzrost cen o ok. 1% r/r (ICIS).

Soda z Turcji ma być przeznaczona na eksport. Obecnie najlepsze ceny oferuje rynek azjatycki, w tym Chiny, które w ostatnich latach szybko rozbudowywały moce produkcyjne. W tym przypadku duża część mniejszych instalacji nie przechodzi kontroli środowiskowych przez co są one wyłączane. Ciężko powiedzieć czy i kiedy zostaną ponownie uruchomione. Szacuje się, że najmniejsi producenci już nie wrócą na rynek.

Tureckim eksporterom z pewnością sprzyja osłabienie liry (do niedawna najtańsza w historii do dolara). Tym samym uważamy, że operator złoża Kazań (Ciner) może nie mieć dużej presji zbijania cen dolarowych.

Globalny popyt na sodę kalcynowaną szacowany jest na ok. 58 mln ton rocznie. W latach 2007-2016 zyskiwał w średniorocznym tempie 2,9% r/r. Nawet przyjmując przyszłe tempo wzrostu popytu na 2% r/r oznacza to wzrost o ponad 1 mln ton rocznie (moce na złożu Kazań w Turcji ok. 2,5 mln ton). Zwracamy uwagę ponownie na Chiny, które stanowią ok. 45% światowych zdolności, dotychczas rozbudowywały moce produkcyjne w tempie 6% r/r (2007-2016) i są eksporterem netto w wysokości ok. 2 mln ton (IHS). Przy obecnych kontrolach środowiskowych i kosztach produkcyjnych mogą stać się nawet importerem. Już teraz ceny sody w Chinach rosną o ok. 30% r/r i są wyższe niż w Europie.

W 2018 roku przyjmujemy, że średnie ceny sody kalcynowanej spadną o ok. 5% r/r, co da negatywny efekt na marży ok 110 mln PLN. Uważamy, że jest to założenie konserwatywne, a utracona marża powinna zostać skompensowana w części przez lepsze wolumeny sprzedaży (dużo problemów produkcyjnych w 2017 roku) i wynik pozostałych segmentów. Ostrożnie podchodzimy również do cenników na 2019 (-2% r/r) i 2020 (0% r/r).

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



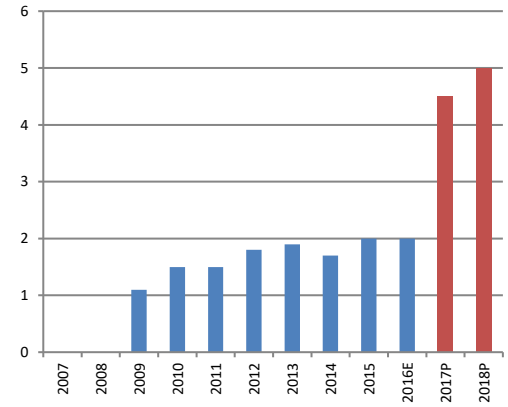
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/TRY



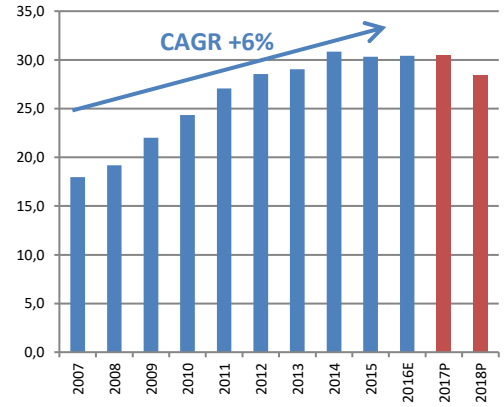
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rozwój mocy produkcyjnych sody w Turcji [mln ton]



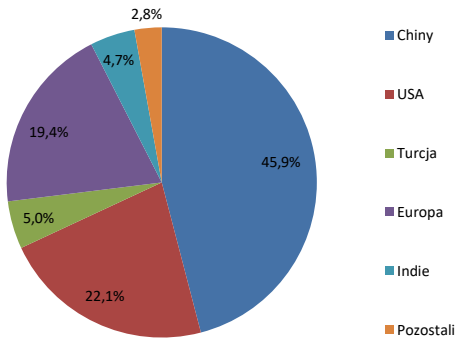
Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Rozwój mocy produkcyjnych sody w Chinach [mln ton]



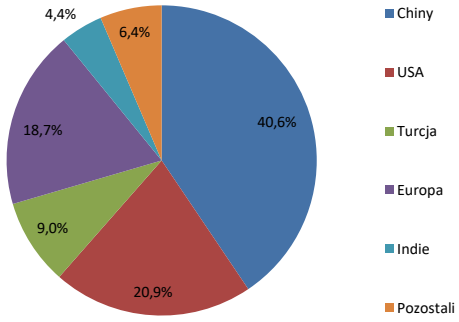
Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Rozkład globalnych mocy produkcyjnych sody w 2016



Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Rozkład globalnych mocy produkcyjnych sody w 2018P



Źródło: BDM S.A., szacunki własne

Rynek hinduski trzeci najważniejszy w grupie

Sprzedaż do pozostałych krajów azjatyckich (na konferencji po 3Q'17 spółka potwierdziła, że chodzi gł. o Indie) wzrosła w 3Q'17 o 28% r/r i stanowi 5,3% sprzedaży Ciech (3 najważniejszy rynek dla spółki). Szacujemy, że Ciech może mieć tam już 5-6% rynku.

Specyfiką rynku hinduskiego jest wysokie zużycie sody w detergentach (aż 44% vs 16% na świecie), do czego służy tzw. soda lekka. Ciech buduje pozycję na rynku hinduskim bo z trony (producenci amerykańscy i tureccy) nie produkuje się sody lekkiej (tylko soda ciężka, która trafia do branży szklarskiej). Obecnie soda lekka to ok. 20% sprzedaży segmentu sodowego. Intencją spółki jest wzrost jej znaczenia.

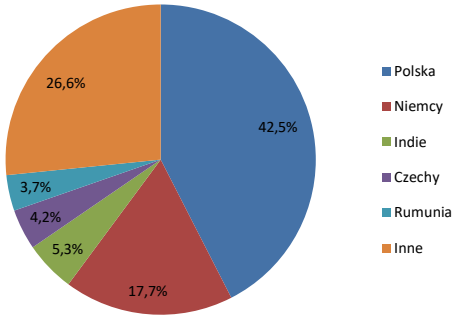
Obecnie import sody w Indiach jest obwarowany cłami nałożonymi w 2012 roku. Cła uderzają przede wszystkim w największych eksporterów światowych czyli USA, Rosje i Chiny (również Turcja obwarowana jest dużym cłem). Preferowani są dostawcy z UE. Cła miały wygasnąć w lipcu'17 ale nadal obowiązują. Zostały utrzymane na 2018 rok. Ewentualne zdjęcie ceł w 2019 roku może być potencjalnie negatywne dla Ciech.

Sprzedaż w podziale na rynki geograficzne [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	1-3Q'16	1-3Q'17	zmiana r/r
Polska	330,4	355,2	7,5%	965,8	1 084,8	12,3%
Niemcy	179,2	147,8	-17,6%	512,1	462,0	-9,8%
Indie*	34,6	44,3	28,2%	110,3	137,8	25,0%
Czechy	35,5	35,4	-0,4%	115,0	113,4	-1,4%
Rumunia	28,1	31,2	11,3%	104,3	109,2	4,7%
Inne	246,2	222,4	-9,7%	740,1	710,5	-4,0%
Udział						
Polska	*38,7%*	*42,5%*		*37,9%*	*41,4%*	
Niemcy	*21,0%*	*17,7%*		*20,1%*	*17,6%*	
*Indie**	*4,0%*	*5,3%*		*4,3%*	*5,3%*	
Czechy	*4,2%*	*4,2%*		*4,5%*	*4,3%*	
Rumunia	*3,3%*	*3,7%*		*4,1%*	*4,2%*	
Inne	*28,8%*	*26,6%*		*29,1%*	*27,1%*	

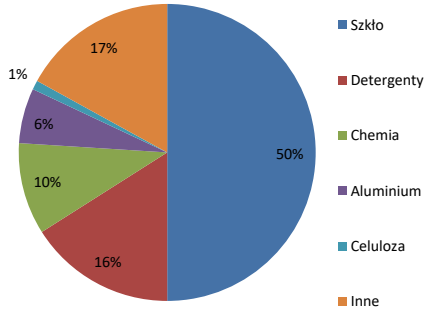
*Źródło: BDM S.A., spółka. *- pozostałe kraje azjatyckie bez Chin (gł. Indie).*

Udział rynków w sprzedaży Ciech 3Q'17



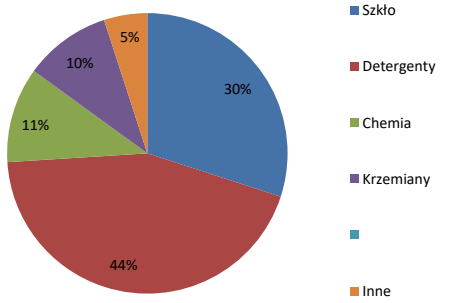
*Źródło: BDM S.A., spółka. *- pozostałe kraje azjatyckie bez Chin (gł. Indie).*

Zużycie sody kalcynowanej na świecie



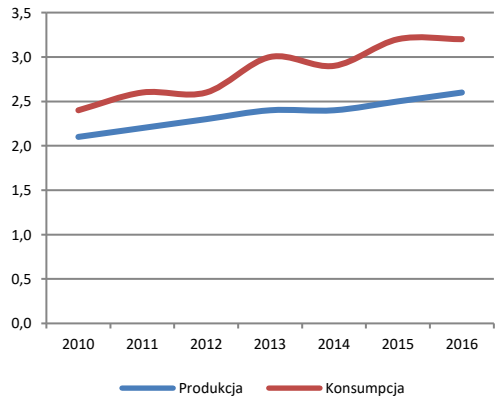
Źródło: BDM S.A., GHLC 2015

Zużycie sody kalcynowanej w Indiach



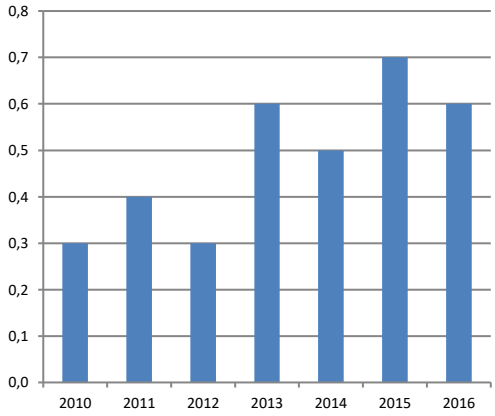
Źródło: BDM S.A., GHLC 2015

Produkcja i konsumpcja sody w Indiach



Źródło: BDM S.A., GHLC

Import netto sody kalcynowanej w Indiach



Źródło: BDM S.A., GHLC

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko powstania nowej konkurencji w Turcji**

  Na rynku europejskim istnieje ryzyko wzrostu podaży sody tureckiej, pozyskiwanej z naturalnych złóż (tzw. trony podobnie jak w USA), której koszt produkcji jest ok. 40% niższy od sody syntetycznej. Potwierdzone złoża tego kraju szacuje się na 200 mln ton naturalnej sody. Zważając na niski koszt produkcji, soda turecka mogłaby doprowadzić do destabilizacji europejskiego rynku. Wolumenowo turecka konkurencja może uderzyć przede wszystkim w Govorę (ok. 11% przychodów i 6% EBITDA grupy). W styczniu'13 turecki Kazan Soda Elektrik, spółka zależna Ciner Group i chińskiego TCC, poinformowała o rozbudowie kopalni trony niedaleko 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 mają zostać uruchomione na początku 2018 roku.

- **Wzrost 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, epichlorochydryna, 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 4,33 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**

  Trwa śledztwo w sprawie nieprawidłowości przy prywatyzacji Ciechu.

- **Wysokie zadłużenie**

  Na koniec 3Q'17 zadłużenie netto kształtowało się na poziomie 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. Tego ryzyka spółka nie jest w stanie skwantyfikować.

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):

- Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku sody w 2017 roku ceny są o ok. 2% niższe r/r, a na 2018 rok oczekujemy ok. 5% spadku cenników (bez zmian vs założenia z lutego'17), co przy ostatnio napływających informacjach (kolejne opóźnienia w Turcji, sytuacja w Chinach) wydaje się założeniem dość ostrożnym. Ostrożniej podeszliśmy do założeń dla lat 2019 i 2020 oczekując kolejno 2% r/r spadku w '19 i wypłaszczenia w '20 (poprzednio w '19);

  Dla ŚOR przyjmujemy w długim terminie wzrost rzędu 1% r/r (bez zmian). Ceny pozostałych produktów organicznych uzależniamy od notowań ropy naftowej, gdzie prognozy opieramy o aktualną krzywą kontraktów terminowych (długoterminowo ok 57 USD/bbl- bez większych zmian);
- W 2017 roku, szczególnie w 2Q'17 i 3Q'17 spółka doświadczyła wielu planowanych (postój remontowy raz na 4 lata w Janikowie) jak i nieplanowanych przerw produkcyjnych (awaria w Niemczech, słaba jakość solanki). Spółka komunikowała na konferencjach, że zabrało to przynajmniej kilkanaście tys. ton sody. Dlatego założenia sprzedażowe na bieżący rok są blisko 2% niższe niż oczekiwaliśmy w lutym. W 2018 roku liczymy że spółka będzie w stanie praktycznie w pełni wykorzystywać moce produkcyjne, co daje potencjał ok. 60 tys. ton r/r (+2,7% r/r) vs ok. 40 tys. ton r/r w 2017 roku.
- 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. 20% r/r wzrost cenników węgla energetycznego w 2018 roku wobec +9% r/r w 2017 roku, co powinno zbliżyć ceny do benchmarku ARA (85 USD/t). Jest to podejście bardzo konserwatywne. Zwracamy uwagę, że spółka ma ok. 50% wolumenów zabezpieczone w długoterminowym kontrakcie z PGG (do końca 2019 roku), a ostatnio podpisała kolejną umowę na 250-300 tys. ton (łącznie ok. 80% zapotrzebowania).

  Ceny koksu uzależnione sa od notowań węgla koksującego (nasze założenia opieramy o formułę 1,4*węgiel koksujący (benchmark Australia) +50 USD/t). Po nagłym wzroście z przełomu 2016/2017 ceny ustabilizowały się w 3Q'17 na poziomie 170 USD/t. Obecnie obserwowany jest ich ponowny wzrost powyżej 200 USD/t ale traktujemy tę sytuację przejściowo (150 USD/t do końca 2018 roku). Dodatkowo wysokie ceny dolarowe neutralizuje mocniejszy złoty.

  W przypadku cen gazu w Niemczech oczekujemy wzrostu kosztów do ok. 18 EUR/MWh w 2017 roku (bez zmian) i ok. 19 EUR/MWh w 2019 roku (poprzednio ok. 18 EUR/MWh).

  W sierpniu'16 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, 10-letnia umowa ze stałą ceną do końca 2018 roku. Nie zakładamy zmian cen pary w kolejnych latach;
- W ostatnim czasie spółka informowała o szeregu mniejszych (obszar solny w Polsce 30 mln PLN) i większych inwestycji (soda oczyszczona i sól warzona w Niemczech łącznie 530 mln PLN).

  Obecnie szacujemy, że CAPEX do 2020 roku nie zejdzie poniżej 400 mln PLN i będzie w przedziale 400-500 mln PLN rocznie. Poprzednio nie zakładaliśmy żadnych, nowych inwestycji (CAPEX 200-300 mln PLN rocznie).

  Inwestycja w sodę oczyszczoną ma kosztować ok. 100 mln PLN i zwiększy moce produkcyjne zakładu z 60 tys. ton do 110 tys. ton w 2H'19.

  Inwestycja w sól warzoną w Niemczech ma kosztować ok. 100 mln EUR i trwać 3-4 lata (oczekujemy końca w 2021 roku). Będzie to nowa instalacja w tej fabryce o wydajności ok. 450 tys. ton rocznie (600 tys. ton w Sodzie Polska).

  Generalnie produktypu soda oczyszczona i sól powstają na wcześniejszym etapie produkcyjnym sody kalcynowanej (bez kalcynacji). Oczekujemy więc, że marża na tych produktach jest więc wyższa niż w produkcji sody kalcynowanej (w Niemczech spółka ma własne źródła solanki). Przyjmujemy, że

projekt soda oczyszczona da ok. 13 mln PLN marzy EBITDA efektywnie od 2020 roku, a projekt solny ok. 32 mln PLN EBITDA (od 2022). W naszej opinii są to założenia konserwatywne (oparte o średnią marżę segmentu sodowego w danym roku). Spółka informowała, że w przypadku sody oczyszczonej będzie produkować całe spektrum specjalistycznych produktów jak np. soda do dializ, która jest 3-4x droższa od sody kalcynowanej.

- W 2016 roku spółka nieoczekiwanie wypłaciła dywidendę (2,85 PLN DPS), której nie zakładaliśmy;

  W 2017 roku zarząd z kolei zaproponował przeznaczenie całego zysku na kapitał zapasowy, a WZA poparło tę rekomendację (oczekiwaliśmy kontynuacji polityki dywidendowej ze średnią stopą 3%-strategia, co oznaczało wówczas ok. 2,2 PLN DPS);

  Zakładamy, że spółka wróci do polityki dywidendowej od 2018 roku;
- W listopadzie'17 spółka informowała o prowadzonych rozmowach mających wydłużyć terminy zapadalności zadłużenia. Wg tego komunikatu całe zadłużenie (ok. 1,35 mld PLN) będzie wymagalne w 2021 roku (rata 350 mln PLN) i w 2022 roku (350 mln PLN do końca września'22 a reszta 5 lat od momentu podpisania aneksu czyli prawdopodobnie 2022/2023 rok).

  Kwoty i terminy w obowiązujących umowach kredytowych sięgają 110-150 mln PLN rocznie w 2018-2020 roku.

  Koszt finansowania po podpisaniu aneksu ma się nie zmienić (WIBOR 6m+150 p.b.).

  Przypominamy, ze w grudniu'17 spółka zgodnie z planem wykupiła 160 mln PLN obligacji krajowych, które były po koszcie WIBOR 6m+ 500 p.b.).
- 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% (bez zmian);
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 21% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 grudnia 2017 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 61,8 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 455,3	3 523,4	3 565,8	3 536,8	3 540,9	3 689,4	3 798,9	3 856,2	3 916,2	3 976,4	4 035,7
EBIT [mln PLN]	660,3	507,3	368,1	349,3	364,6	461,4	482,2	481,3	479,5	477,7	476,5
Stopa podatkowa	4,9%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	32,6	113,9	77,3	73,4	76,6	96,9	101,3	101,1	100,7	100,3	100,1
NOPLAT [mln PLN]	627,8	393,4	290,8	275,9	288,0	364,5	380,9	380,2	378,8	377,3	376,4
Amortyzacja [mln PLN]	223,5	242,5	252,9	263,3	273,2	280,2	281,9	283,8	285,7	287,3	288,7
CAPEX [mln PLN]	-480,4	-457,8	-445,5	-441,9	-442,4	-306,0	-307,5	-304,4	-301,3	-298,0	-294,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	81,9	21,3	-0,5	0,3	0,0	-1,7	-1,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	452,8	199,3	97,7	97,6	118,8	337,0	354,1	359,0	362,5	365,9	370,1
DFCF [mln PLN]		198,5	90,3	83,8	94,5	248,1	240,4	224,4	208,4	193,3	179,3
Suma DFCF [mln PLN]		1 760,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		5 392,7		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%*							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 612,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		4 373,8									
Dług netto* [mln PLN]		1 116,1									
Wartość kapitału		**3 257,6**									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		**61,8**									

Przychody zmiana r/r	2,0%	1,2%	-0,8%	0,1%	4,2%	3,0%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-23,2%	-27,4%	-5,1%	4,4%	26,6%	4,5%	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
FCF zmiana r/r	-56,0%	-51,0%	0,0%	21,6%	183,7%	5,1%	1,4%	1,0%	1,0%	1,1%
Marża EBITDA	21,3%	17,4%	17,3%	18,0%	20,1%	20,1%	19,8%	19,5%	19,2%	19,0%
Marża EBIT	14,4%	10,3%	9,9%	10,3%	12,5%	12,7%	12,5%	12,2%	12,0%	11,8%
Marża NOPLAT	11,2%	8,2%	7,8%	8,1%	9,9%	10,0%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%
CAPEX / Przychody	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%
CAPEX / Amortyzacja	188,8%	176,2%	167,9%	161,9%	109,2%	109,1%	107,2%	105,5%	103,7%	102,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-31,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Źródło: BDM S.A. - z końca '16*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	71,3%	72,4%	73,3%	74,2%	80,8%	88,0%	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	28,7%	27,6%	26,7%	25,8%	19,2%	12,0%	8,8%	5,8%	2,9%	0,0%
WACC	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	8,1%	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	49,2	53,3	58,3	64,7	73,0	84,4	100,9	126,7	173,3
	0,8	45,7	49,3	53,7	59,2	66,2	75,6	88,8	108,5	141,4
	0,9	42,6	45,7	49,6	54,3	60,3	68,2	78,9	94,3	118,6
	1,0	39,7	42,5	45,9	50,0	55,1	61,8	70,6	82,9	101,5
	1,1	37,1	39,6	42,5	46,1	50,6	56,2	63,6	73,6	88,2
	1,2	34,6	36,9	39,5	42,7	46,5	51,4	57,6	65,9	77,5
	1,3	32,4	34,4	36,7	39,5	42,9	47,1	52,4	59,3	68,8

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%	53,0	57,6	63,5	71,0	81,0	95,0	116,0	151,1	221,1
	4,0%	45,7	49,3	53,7	59,2	66,2	75,6	88,8	108,5	141,4
	5,0%	39,7	42,5	45,9	50,0	55,1	61,8	70,6	82,9	101,5
	6,0%	34,6	36,9	39,5	42,7	46,5	51,4	57,6	65,9	77,5
	7,0%	30,3	32,1	34,2	36,7	39,7	43,3	47,8	53,7	61,5
	8,0%	26,6	28,0	29,7	31,7	34,0	36,8	40,3	44,5	50,0
	9,0%	23,3	24,5	25,9	27,5	29,3	31,5	34,2	37,4	41,4

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%	120,5	110,9	102,4	95,0	88,4	82,5	77,3	72,5	68,2
	4,0%	99,8	90,5	82,5	75,6	69,6	64,2	59,5	55,2	51,4
	5,0%	84,4	75,6	68,2	61,8	56,2	51,4	47,1	43,3	39,9
	6,0%	72,5	64,2	57,3	51,4	46,3	41,9	38,0	34,6	31,5
	7,0%	63,0	55,2	48,7	43,3	38,6	34,6	31,1	28,0	25,2
	8,0%	55,2	47,9	41,9	36,8	32,5	28,8	25,6	22,7	20,2
	9,0%	48,7	41,9	36,3	31,5	27,5	24,1	21,1	18,5	16,2

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 11 grudnia 2017. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,0 mld PLN, co odpowiada 95,5 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'17 na poziomie 5,0x, czyli z ok. 38% dyskontem do mediany spółek z grupy porównawczej. Dyskonto dla wskaźnika za rok 2018P wynosi 19%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
SOLVAY	14,0	14,3	13,1	7,1	6,2	5,8	11,5	9,9	9,0
SODA SANAYII	7,7	8,2	7,2	5,8	6,2	5,4	7,5	7,9	6,8
CINER RESOURCE**	8,5	7,5	5,6	4,3	3,5	2,9	5,6	4,6	3,7
GENESIS ENERGY*	22,6	13,9	10,0	11,1	8,6	8,0	19,5	13,4	11,6
TATA CHEMICALS	16,3	17,7	16,4	9,7	9,0	8,2	12,6	11,8	10,8
BASF	15,2	15,1	14,2	8,1	8,0	7,5	12,6	12,4	11,4
WACKER CHEMIE	34,4	25,2	21,4	8,4	7,5	7,2	20,8	16,1	14,1
MEDIANA	15,2	14,3	13,1	8,1	7,5	7,2	12,6	11,8	10,8
CIECH	8,2	10,6	11,2	5,0	6,1	6,2	7,4	10,3	10,8
Premia/dyskonto do spółki	-46,4%	-26,0%	-14,8%	-38,3%	-19,0%	-14,2%	-41,0%	-12,9%	0,1%
Wycena wg wskaźnika	141,9	93,4	66,6	114,2	88,9	66,8	134,8	95,5	57,5
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**100,6**			**90,0**			**95,9**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**95,5**								

*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.12.2017. *- 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		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
PCC ROKITA	11,9	8,9	9,5	9,0	7,3	7,6	12,0	9,4	10,0
GRUPA AZOTY	13,6	18,2	12,1	5,8	6,3	5,0	11,6	14,8	9,9
ZA PUŁAWY	12,9	12,8	11,0	5,6	5,4	4,8	9,2	9,2	7,8
ZCH POLICE	10,5	12,8	11,3	6,6	7,2	6,5	10,3	12,2	10,5
SYNTHOS	9,3	11,6	9,5	7,1	8,5	7,3	8,9	11,4	9,7
MEDIANA	11,9	12,8	11,0	6,6	7,2	6,5	10,3	11,4	9,9
CIECH	8,2	10,6	11,2	5,0	6,1	6,2	7,4	10,3	10,8
Premia/dyskonto	-31,7%	-17,5%	1,8%	-24,3%	-15,8%	-4,2%	-27,9%	-10,3%	9,0%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.12.2017.

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	Uwagi	EV/capacity
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*		*1 075*	*5,3*	*za 3Q'17 LTM*	*436,9*
	Premia/dyskonto					*-43,6%*		*25,3%*

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki

WYNIKI 3Q'17

Oczyszczona EBITDA za 3Q'17 okazała się zbieżna z konsensusem rynkowym i naszymi oczekiwaniami (-3,3% vs oczek.). CFO wyniósł 111 mln PLN (negatywny efekt zmian KO) vs 188 mln PLN przed rokiem. CAPEX ukształtował się na poziomie 77 mln PLN vs 128 mln PLN przed rokiem. Po 1-3Q'17 na inwestycje spółka wydała 266 mln PLN wobec celu'17 z początku roku ok. 480 mln PLN. W efekcie dług netto spadł do 1,02 mld PLN.

Struktura segmentowa wyników okazała się bez większych zaskoczeń. Struktura geograficzna sprzedaży sugeruje nieco mniejszy wzrost w Polsce (+8% r/r, narastająco +12%), zdecydowany spadek w Niemczech (-18% r/r vs -10% narastająco). Sprzedaż na rynki azjatyckie (bez Chin, chodzi gł. o Indie) kontynuuje wysokie dynamiki (+28% r/r vs +25% r/r narastająco). Sprzedaż w Czechach bez zmian, w Rumunii rośnie o 11% (5% r/r narastająco). Wymienione rynki to 73% ogółu sprzedaży grupy.

W komentarzu do wyników spółka wskazała na wyższe wolumeny sprzedaży sody kalcynowanej, soli, ŚOR, Krzemianów oraz pianek PUR. Z kolei negatywny efekt który przesądził o spadku EBITDA o 16% r/r to niewielki spadek cen sody kalcynowanej w Europie w związku z wejściem na rynek nowych mocy z Turcji, a także wzrost cen surowców: węgla, gazu, koksu/antracytu.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	różnica	3Q'17P konsens.	różnica
Przychody	853,9	836,3	-2,1%	843,8	-0,9%	855,0	-2,2%
Wynik brutto na sprzedaży	260,9	196,0	-24,9%	225,5	-13,1%	176,5	11,0%
EBITDA	208,4	185,5	-11,0%	184,5	0,5%	176,5	5,1%
soda	196,3	167,9	-14,5%	166,4	0,9%		
organika	9,4	11,2	19,4%	10,2	9,6%		
krzemiany	12,7	10,6	-16,2%	12,2	-13,1%		
pozostałe	-10,0	-4,2	-57,7%	-4,4	-3,2%		
EBITDA adj.	212,8	178,4	-16,2%	184,5	-3,3%	176,5	1,1%
EBIT	153,8	122,9	-20,1%	126,0	-2,5%	116,5	5,5%
Zysk brutto	134,2	114,7	-14,5%	113,3	1,2%		
Zysk netto	155,5	84,9	-45,4%	89,5	-5,1%	83,25	2,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	23,4%		26,7%			
Marża EBITDA adj.	24,9%	21,3%		21,9%			
Marża EBIT	18,0%	14,7%		14,9%			
Marża zysku netto	18,2%	10,2%		10,6%			
P/E 12m		6,6					
EV/EBITDA 12m		4,9					

Źródło: BDM, spółka

Konferencja z zarządem po 3Q'17

Na konferencji Zarząd zwracał uwagę na sytuację w Chinach (zmniejszony eksport), gdzie szczególnie mniejsze fabryki nie przechodzą kontroli środowiskowych i zatrzymują produkcję (duże fabryki mają wznowić produkcję). Spółka widzi tam nawet szanse importowe., niemniej podkreśla, że wiarygodnych informacji o sytuacji na tym rynku jest bardzo mało.

Obecnie w Azji wyróżnia się rynek hinduski. Spółka potwierdziła, że to obecnie 3 rynek sprzedaży (po Polsce i Niemczech). W 3Q'17 sprzedaż wzrosła tam o 28% r/r. Kluczową kwestią dla dalszego wzrostu sprzedaży może być kwestia zniesienia ceł (obecnie obarczają one bardziej chińskich producentów niż europejskich- kilkanaście % różnicy).

W kwestii nowych mocy produkcyjnych w Turcji spółka podała, że wg jej wiedzy tylko 1/5 lini (każda po 0,5 mln ton) pracuje i nie na pełnych mocach produkcyjny. Projekt na złożu Kazań oficjalnie otwarto we wrześniu'17.

Od strony surowcowej spółka ma 50% wolumenów węgla energetycznego w długoterminowym kontrakcie z PGG (do końca 2019 roku). Spółka dostrzega problemy z realizacją tego kontraktu. Kontrakty handlowe na zakup antracytu są kwartalne. Rynek koksu jest „spotowy".

Zarząd zwracał uwagę na trudności logistyczne w ostatnich miesiącach (spółka ma własny tabor kolejowy).

Zarząd kolejny raz zwrócił uwagę na problem produkcyjny w Niemczech (pytanie o spadek sprzedaży na tamtejszym rynku). Spółka utraciła z podobnych powodów wolumeny także w 2Q'17.

PROGNOZA NA 4Q'17 I PERSPEKTYWY 2018 ROKU

W 4Q'17 nie oczekujemy zmiany tendencji spadku wyników r/r. EBITDA nie powinna być jednak słabsza niż w 3Q'17 bo spadek marży w segmencie sodowym (efekt gł. wzrostu cen surowców) powinien w większym stopniu zostać zneutralizowany segmentem organicznym (sezonowo najlepszy kwartał w roku dla Sarzyny-przedsezonowa sprzedaż). Większy spadek na wyniku netto to efekt wysokiej bazy (rozliczenie aktywa podatkowego w 2H'16 zw. z inwestycją Soda +200).

Prognozy wyników na 4Q'2017 [mln PLN]

	4Q'16	4Q'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r
Przychody	907,8	905,7	-0,2%	3 455,3	3 523,4	2,0%
Wynik brutto na sprzedaży	267,7	249,1	-7,0%	1 039,7	884,6	-14,9%
EBITDA	221,7	186,6	-15,8%	883,8	749,8	-15,2%
EBITDA adj.	230,0	186,6	-18,9%	876,8	743,6	-15,2%
EBIT	162,1	125,8	-22,4%	660,3	507,3	-23,2%
Zysk brutto	156,4	113,1	-27,7%	625,0	445,8	-28,7%
Zysk netto	174,0	89,4	-48,7%	593,5	345,3	-41,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	27,5%		30,1%	25,1%	
Marża EBITDA Adj.	25,3%	20,6%		25,4%	21,1%	
Marża EBIT	17,9%	13,9%		19,1%	14,4%	
Marża zysku netto	19,2%	9,9%		17,2%	9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Perspektywy na 2018 rok

W związku z zakładaną ok. 5% r/r korektą cenników sody na 2018 rok, co wydaje nam się na ten moment podejściem konserwatywnym (koleje opóźnienia na projekcie tureckim, napięta sytuacja w Chinach, producenci amerykańscy zgłaszają nawet podwyżki cena na '18), przy wyższych kosztach surowcowych, oczekujemy kontynuacji tendencji spadku wyników r/r. Część efektu cenowego (-110 mln PLN EBITDA) i surowcowego (-86 mln PLN) zostanie zneutralizowana wolumenem sprzedaży sody (+46 mln PLN, w '17 spółka nie wykorzystała w pełni potencjału wolumenowego przez liczne awarie produkcyjne i długi postój remontowy w Sodzie Polska), a także lepszym wynikiem w Organice czy Krzemianach (+25 mln PLN). Przy nieco korzystniejszym EUR/PLN liczymy więc na ok. 621 mln PLN znormalizowanej EBITDA vs 744 mln PLN w '17. Każdy kolejny kwartał 2018 roku powinien być lepszy (efekt zmniejszającej się presji na koksie).

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	826,5	867,1	853,9	907,8	898,4	883,0	836,3	905,7	892,4	887,2	860,2	926,0	3 273,0	3 455,3	3 523,4	3 565,8
segment sodowy	582,5	608,3	598,2	628,2	608,1	577,2	574,6	579,1	552,8	551,1	566,6	583,5	2 214,3	2 417,3	2 339,1	2 254,0
segment organiczny	183,6	200,7	173,6	204,1	216,3	225,4	178,6	262,7	249,9	264,5	206,4	275,2	766,7	762,0	883,0	996,1
segment krzemiany	37,5	35,9	62,9	53,8	48,9	58,2	60,6	42,3	64,6	49,4	64,6	45,6	175,0	190,2	210,0	224,1
EBITDA	203,6	250,2	208,4	221,7	186,4	191,3	185,5	186,6	143,4	149,5	156,2	171,9	707,5	883,8	749,8	621,0
segment sodowy	179,7	213,5	196,3	209,9	159,8	163,3	167,9	149,3	102,8	111,0	125,6	130,9	629,9	799,4	640,2	470,3
segment organiczny	18,8	17,7	9,4	32,0	21,1	20,1	11,2	29,5	23,8	23,3	13,1	34,0	85,7	77,8	82,0	94,1
segment krzemiany	6,3	8,1	12,7	7,6	6,7	9,0	10,6	7,1	10,7	12,1	14,6	8,5	33,6	34,7	33,3	45,9
EBITDA Adj.	206,3	227,8	212,8	230,0	186,7	191,9	178,4	186,6	143,4	149,5	156,2	171,9	749,0	876,8	743,6	621,0
segment sodowy	182,6	208,1	199,9	203,3	161,0	163,9	161,0	149,3	102,8	111,0	125,6	130,9	655,8	793,9	635,2	470,3
segment organiczny	18,6	17,4	9,3	34,2	21,2	20,2	10,9	29,5	23,8	23,3	13,1	34,0	85,4	79,5	81,8	94,1
segment krzemiany	6,3	8,1	12,7	7,6	6,7	9,0	10,6	7,1	10,7	12,1	14,6	8,5	33,6	34,7	33,3	45,9
EBIT	150,5	194,0	153,8	162,1	126,8	131,7	122,9	125,8	80,2	86,3	93,0	108,6	489,8	660,3	507,3	368,1
Zysk brutto	132,1	202,2	134,2	156,4	95,7	122,3	114,7	113,1	72,7	78,8	85,5	101,2	277,4	625,0	445,8	338,2
Zysk netto	102,1	161,9	155,5	174,0	78,0	92,9	85,0	89,4	57,4	62,3	67,5	79,9	343,0	593,5	345,3	267,2
Marża EBITDA Adj.	25,0%	26,3%	24,9%	25,3%	20,8%	21,7%	21,3%	20,6%	16,1%	16,9%	18,2%	18,6%	22,9%	25,4%	21,1%	17,4%
segment sodowy	31,3%	34,2%	33,4%	32,4%	26,5%	28,4%	28,0%	25,8%	18,6%	20,1%	22,2%	22,4%	29,6%	32,8%	27,2%	20,9%
segment organiczny	10,2%	8,7%	5,3%	16,8%	9,8%	8,9%	6,1%	11,2%	9,5%	8,8%	6,4%	12,3%	11,1%	10,4%	9,3%	9,5%
segment krzemiany	16,7%	22,6%	20,2%	14,2%	13,6%	15,4%	17,6%	16,7%	16,6%	24,5%	22,7%	18,6%	19,2%	18,2%	15,9%	20,5%
Marża EBIT	18,2%	22,4%	18,0%	17,9%	14,1%	14,9%	14,7%	13,9%	9,0%	9,7%	10,8%	11,7%	15,0%	19,1%	14,4%	10,3%
Marża netto	12,3%	18,7%	18,2%	19,2%	8,7%	10,5%	10,2%	9,9%	6,4%	7,0%	7,9%	8,6%	10,5%	17,2%	9,8%	7,5%

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

RYNEK SODY KALCYNOWANEJ

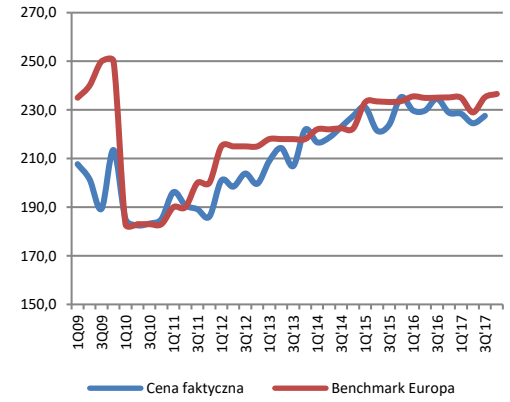
W 2017 roku ceny kontraktowe sody kalcynowanej są ok. 2% r/r niższe (w EUR). Licząc w USD wzrosły o blisko 2% (YTD). W USA notowania utrzymały się na poziomach z 2016 roku, a w Chinach wzrosły o ok. 20% (w USD, w listopadzie +30% YTD), co wynika z wyłączeń mocy produkcyjnych przez tamtejsze władze.

Obecnie trwa proces kontraktacji cen na 2018 rok. Decydującym czynnikiem jest wzrost mocy produkcyjnych z tureckich złóż trony. Inwestycja w Kazaniu, której oficjalne otwarcie miało miejsce we wrześniu'17, uruchamiana jest partiami (5 linii po 0,5 mln ton każda. Wg ostatnich informacji linia nr. 1 i 2 już operują na pełnych mocach produkcyjnych, linie 3 i 4 mają zostać uruchomione w grudniu'17, a ostatnia linia nr. 5 w styczniu'18 (ICIS z końca listopada'17).

Drugim czynnikiem wpływającym na cenniki w 2018 roku jest sytuacja w Chinach, gdzie tamtejszy rząd dąży do poprawy jakości powietrza wyłączając w konsekwencji energochłonny przemysł. Ceny sody w Chinach rosną już o ok. 30% r/r i są na poziomie wyższym niż w Europie, co się nie zdarzało często.

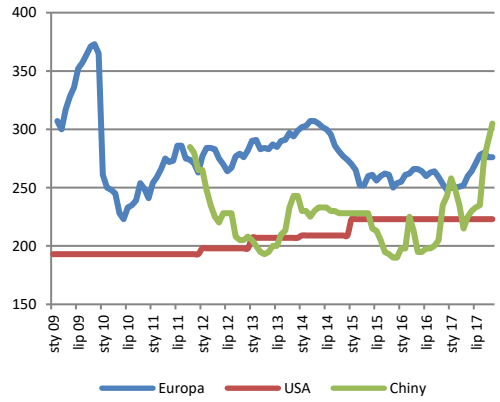
Chiny są największym i marginalnym producentem sody kalcynowanej. Dotychczas Chiny były eksporterem netto sody w wysokości ok. 2 mln ton rocznie. Zbilansowanie tego rynku jest w stanie wchłonąć wzrost podaży z Turcji (2,5 mln ton).

Ceny sody kalcynowanej [EUR/t]



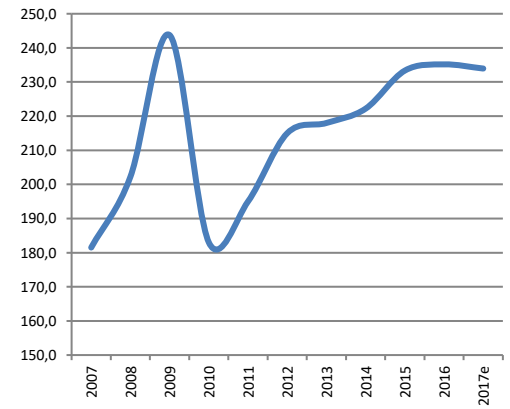
*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Spółka. *- szacunki własne*

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



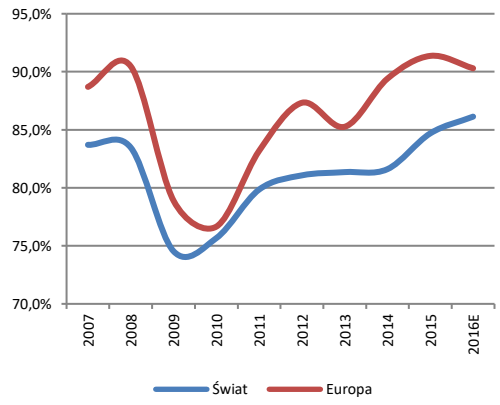
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny sody kalcynowanej [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). Zarząd informował wówczas, że do połowy 2017 roku ma zapasy zarówno węgla energetycznego jak i koksu, a 50% wolumenu węgla energetycznego spółka kupuje w długoterminowym ko. Warto przy tym dodać, że do kalcynacji sody nie wykorzystuje się węgla koksującego tylko koks, do produkcji którego zużywa się ok. 1,4 t. węgla koksującego. Duży wzrost cen węgla koksującego dopiero z czasem wpłynął na zwyżkę koksu. W 2Q-3Q'17 wzrost cen koksu w Europie sięgał 40-50% r/r..

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 90 USD/t co oznacza ponad 40% r/r wzrost cen. Kontrakty futures wskazują na ustabilizowanie się ceny w rejonach 85 USD/t w 2018 roku (+6% r/r) i spadek do ok. 75 USD/t od 2021 roku.

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 238 PLN/t w 3Q'17 (+21% r/r), co oznacza poziom 66 USD/t. Ceny są wyższe niż myśleliśmy w lutym'17.

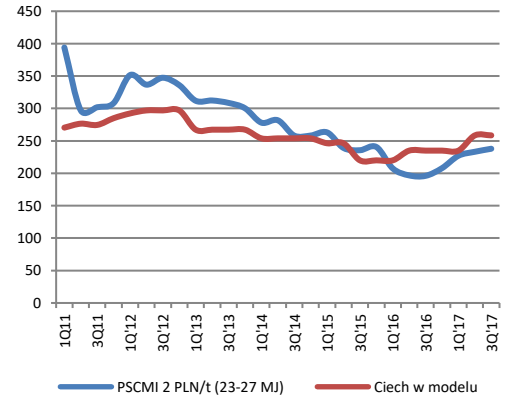
Przyjmujemy, że Ciech płacił za węgiel w ostatnich kwartałach powyżej PSCMI 2. W 2017 roku szacujemy, że koszty węgla wzrosły ok. 9% r/r, a w 2018 roku pójdą w górę o ok. 23% r/r (podwyżki rzędu 20-30% r/r komunikują już firmy przemysłowe), co da cenę ok. 85 USD/t. Do 2020 r. przyjmujemy koszt wyższy niż ARA, potem ok. 75 USD/t.

Ceny węgla ARA vs PSCMI [USD/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, GPI

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



Źródło: BDM, GPI

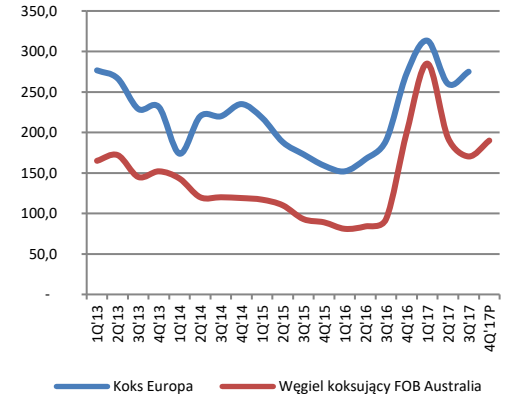
Ceny węgla koksującego i koksu

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 po spadku w okolice 170 USD/t notowania węgla koksującego spot ponownie przekroczyły 200 USD/t.

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

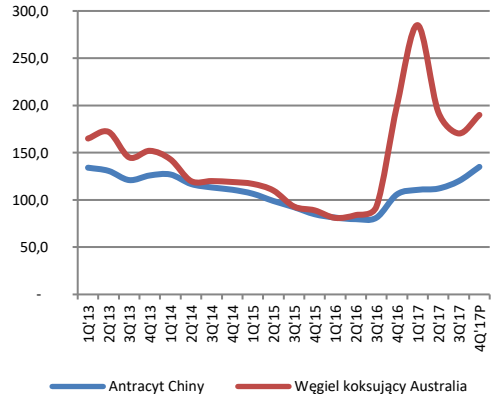
Przyjmujemy, że ceny węgla koksującego w 2018 roku będą systematycznie obniżały się do ok. 150 USD/t na koniec roku (długoterminowo 140 USD/t). Ceny koksu opieramy o formułę 1,4*węgiel koksujący+50 USD/t.

Ceny koksu i węgla koksującego [USD/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, JSW

Ceny węgla koksującego i antracytu [USD/t]



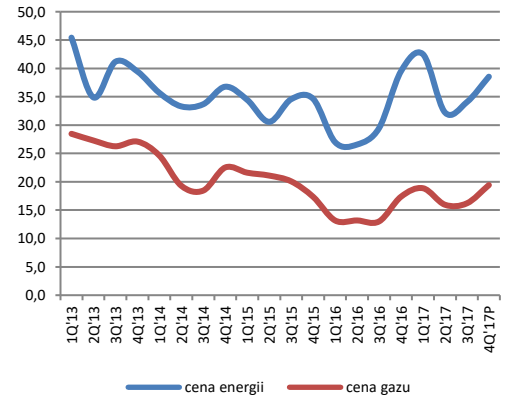
Źródło: BDM, Bloomberg,

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.

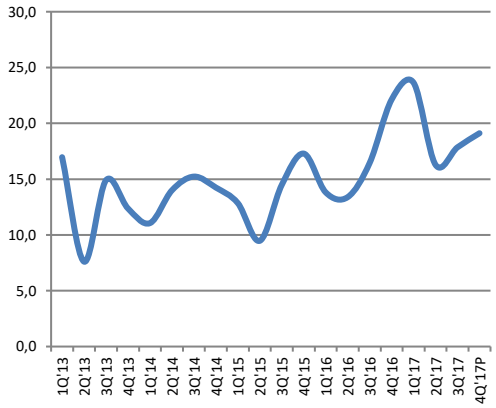
W całym 2017 roku spodziewamy się średniej ceny ok. 17,6 EUR/MWh (18 EUR/MWh poprzednio, 14,2 EUR/MWh w 2016 roku). W 2018 roku oczekujemy wzrostu cen gazu o ok. 8% do 19,1 EUR/MWh, a w kolejnych latach liczymy na spadek kosztów. Nasze prognozy opieramy o aktualną krzywą terminową.

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%.

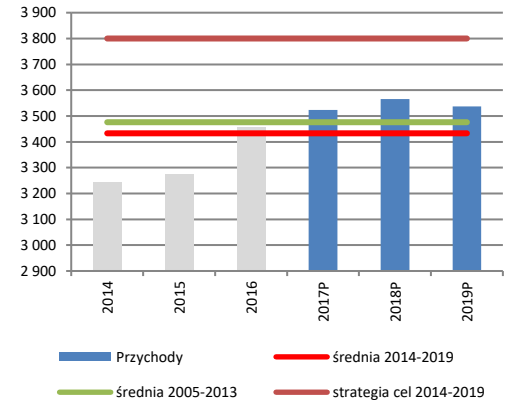
Wg pierwotnej wersji strategii cele mają zostać osiągnięte dzięki wzmocnieniu pozycji lidera w segmencie sodowym (nowi klienci), wzrostowi skali działalności (poprawa wykorzystania mocy produkcyjnych, odsezonowienie sprzedaży wskutek wejścia na nowe rynki geograficzne) i rozwoju przetworzonych produktów 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 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 przekroczyła 870 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 600 mln PLN. W rezultacie nasze uśrednione założenia w okresie 2014-2019 są zbliżone do strategii zarządu.

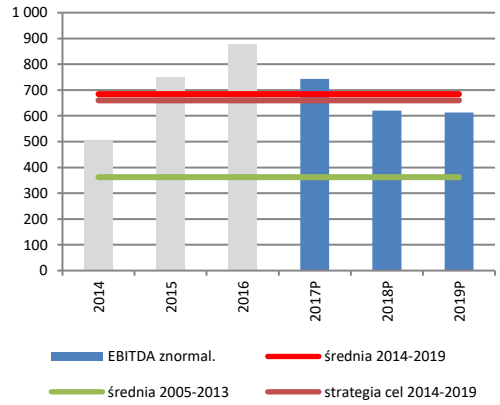
W naszych prognozach oczywiście nie uwzględniamy akwizycji, o których dominujący akcjonariusz i właściciel wspominali. Akwizycje miałyby uniezależnić spółkę od koniunktury na rynku sody kalcynowanej. Pod koniec 2016 roku spółka złożyła ofertę na portugalsko/hiszpańskiego producenta ŚOR firmę SAPEC. Ostatecznie 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]



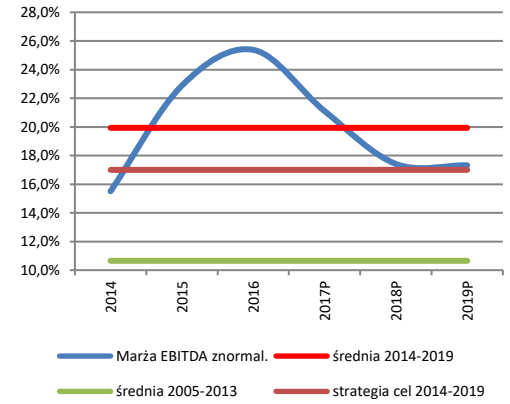
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



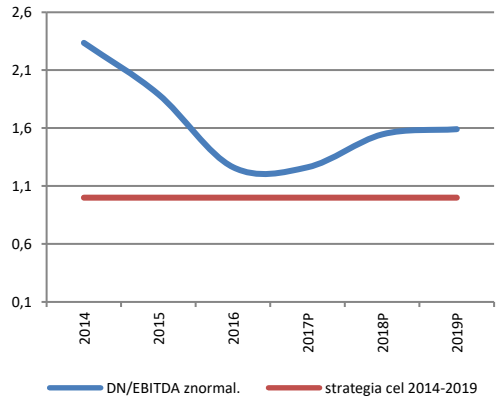
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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 2017-2019

Prognozy na 2017 rok uległy niewielkim zmianom vs raport z lutego'17 . Oczekujemy w nim 750 mln PLN EBITDA grupy vs 768 mln PLN poprzednio. Obniżenie wynika gł. z niższego o blisko 2% wolumenu sprzedaży sody (niewykorzystany potencjał produkcyjny, postój w Janikowie).

W 2018 roku zakładamy ok. 5% r/r spadek cen sody (bez zmian), co na tle ostatnich, raczej pozytywnych informacji (kolejne opóźnienia w Turcji, sytuacja w Chinach) wydaje się założeniem dość konserwatywnym. Spadek oczekiwanej EBITDA o ok. 13% vs raport z lutego'17 wynika ze znacznie wyższych kosztów surowcowych: węgla energetycznego, koksu i gazu. Przyjmujemy, że presja ta, szczególnie w przypadku koksu i gazu będzie z czasem mniejsza, przez co każdy kolejny kwartał powinien być lepszy.

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2017-2019 [mln PLN]

	2017P			2018P			2019P		
	poprzednio*	faktycznie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	**3 536**	**3 521**	**0%**	**3 538**	**3 566**	**1%**	**3 588**	**3 537**	**-1%**
segment sodowy	2 387	2 339	-2%	2 308	2 254	-2%	2 310	2 237	-3%
segment organiczny	855	883	3%	919	996	8%	964	982	2%
segment krzemiany	208	208	0%	224	224	0%	226	226	0%
Zysk brutto ze sprzedaży	**1 031**	**885**	**-14%**	**980**	**876**	**-11%**	**995**	**851**	**-14%**
segment sodowy	747	717	-4%	649	594	-9%	631	567	-10%
segment organiczny	146	139	-5%	187	157	-16%	219	154	-30%
segment krzemiany	65	47	-27%	76	62	-19%	77	63	-18%
EBITDA	**768**	**750**	**-2%**	**714**	**621**	**-13%**	**722**	**613**	**-15%**
segment sodowy	663	640	-3%	570	470	-18%	551	459	-17%
segment organiczny	91	82	-10%	127	94	-26%	156	96	-38%
segment krzemiany	46	33	-27%	55	46	-16%	56	48	-15%
EBIT	**538**	**507**	**-6%**	**478**	**368**	**-23%**	**484**	**349**	**-28%**
segment sodowy	487	460	-5%	388	283	-27%	368	263	-28%
segment organiczny	61	52	-15%	96	62	-35%	125	63	-50%
segment krzemiany	34	14	-58%	42	26	-38%	44	27	-37%
Zysk netto	**391**	**345**	**-12%**	**355**	**267**	**-25%**	**365**	**252**	**-31%**

*Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 22.02.2017*

ZAŁOŻENIA NA LATA 2017-2026

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	2 147	2 233	2 276	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337	2 337
Polska	1 150	1 275	1 295	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330	1 330
Niemcy	561	561	551	570	570	570	570	570	570	570	570	570
Rumunia	436	397	430	437	437	437	437	437	437	437	437	437
Żywice	26	28	28	30	32	32	32	32	32	32	32	32
Środki ochrony roślin	11	11	12	12	13	13	14	14	14	14	14	14
Krzemiany	100	136	172	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	63	59	59	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	*9,1%*	*4,0%*	*1,9%*	*2,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Polska	*7,8%*	*10,9%*	*1,6%*	*2,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Niemcy	*3,7%*	*0,0%*	*-1,8%*	*3,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Rumunia	*21,1%*	*-9,0%*	*8,4%*	*1,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Żywice	*7,1%*	*6,7%*	*0,0%*	*6,3%*	*5,9%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Środki ochrony roślin	*6,8%*	*-3,2%*	*15,1%*	*0,0%*	*3,3%*	*4,8%*	*9,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Krzemiany	*3,3%*	*35,8%*	*26,3%*	*16,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Produkty szklane	*16,7%*	*-6,3%*	*0,0%*	*6,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Soda kalcynowana [EUR/t]	232	232	228	216	212	212	216	220	225	229	234	239
Żywice epoksydowe [EUR/t]	1 934	1 691	2 069	2 391	2 202	2 090	2 015	2 005	2 013	2 027	2 038	2 038
Żywice poliestrowe [EUR/t]	1 484	1 257	1 623	1 932	1 780	1 689	1 629	1 621	1 627	1 638	1 647	1 647
Pianki PUR [EUR/t]	3 181	3 191	3 689	3 432	3 249	3 208	3 181	3 177	3 180	3 185	3 190	3 190
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	*5,0%*	*0,0%*	*-2,0%*	*-5,0%*	*-2,0%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Żywice epoksydowe	*-13,2%*	*-12,6%*	*22,4%*	*15,5%*	*-7,9%*	*-5,1%*	*-3,6%*	*-0,5%*	*0,4%*	*0,7%*	*0,5%*	*0,0%*
Żywice poliestrowe	*-9,2%*	*-15,3%*	*29,1%*	*19,1%*	*-7,9%*	*-5,1%*	*-3,6%*	*-0,5%*	*0,4%*	*0,7%*	*0,5%*	*0,0%*
Pianki PUR	-4,2%	0,3%	15,6%	-7,0%	-5,3%	-1,2%	-0,9%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	233	231	253	310	310	279	251	256	261	267	272	277
Koks [USD/t]	185	196	282	271	246	246	246	246	246	246	246	246
Antracyt [USD/t]	96	87	119	125	120	120	120	120	120	120	120	120
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	54	45	55	61	58	57	56	56	56	56	57	57
Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh]	20	14	18	19	18	18	18	18	18	18	18	18
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 087	862	968	995	1 003	981	957	958	962	962	962	962
EPI [EUR/t]	1 277	978	1 289	1 707	1 572	1 492	1 439	1 432	1 437	1 448	1 456	1 456
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	*-8,2%*	*-0,8%*	*9,2%*	*22,8%*	*0,0%*	*-10,0%*	*-10,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Koks	*-13,0%*	*6,0%*	*44,2%*	*-4,0%*	*-9,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Antracyt	*-18,2%*	*-9,0%*	*37,2%*	*4,7%*	*-4,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ropa naftowa	*-46,1%*	*-16,1%*	*22,1%*	*11,4%*	*-4,6%*	*-2,9%*	*-1,4%*	*-0,5%*	*0,4%*	*0,7%*	*0,5%*	*0,0%*
Gaz ziemny Niemcy	*-5,6%*	*-29,2%*	*24,2%*	*8,6%*	*-5,0%*	*-0,1%*	*-2,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Gaz ziemny PL	*-12,6%*	*-20,7%*	*12,3%*	*2,8%*	*0,8%*	*-2,1%*	*-2,5%*	*0,1%*	*0,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
EPI	*-1,4%*	*-23,4%*	*31,8%*	*32,4%*	*-7,9%*	*-5,1%*	*-3,6%*	*-0,5%*	*0,4%*	*0,7%*	*0,5%*	*0,0%*

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,30	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33
USD/PLN	3,77	3,95	3,79	3,63	3,53	3,45	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37	3,37
Zmiana r/r												
EUR/PLN	*0,0%*	*4,3%*	*-2,4%*	*0,9%*	*0,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
USD/PLN	*19,5%*	*4,6%*	*-4,0%*	*-4,2%*	*-2,7%*	*-2,3%*	*-2,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	2 860,3	3 209,5	3 407,6	3 600,3	3 778,9	3 948,1	3 973,9	3 999,5	4 020,1	4 035,8	4 046,5	4 052,1
Wartości niematerialne i prawne	140,9	129,4	154,0	160,2	165,8	171,1	176,7	182,4	188,0	193,4	198,8	204,1
Rzeczowe aktywa trwałe	2 305,0	2 623,7	2 797,2	2 983,6	3 156,6	3 320,6	3 340,8	3 360,7	3 375,7	3 385,8	3 391,2	3 391,5
Aktywa obrotowe	1 049,9	1 292,4	1 263,7	1 265,8	1 250,3	1 261,6	1 189,1	1 036,7	1 095,1	1 150,1	1 195,1	1 229,7
Zapasy	293,6	299,3	305,2	308,8	306,3	306,7	319,5	329,0	334,0	339,2	344,4	349,5
Należności krótkoterminowe	499,2	515,5	503,2	509,2	505,1	505,7	526,9	542,5	550,7	559,3	567,9	576,3
Inwestycje krótkoterminowe	257,1	477,6	455,3	447,8	438,9	449,2	342,7	165,2	210,4	251,7	282,9	303,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	202,9	414,4	392,1	384,6	375,7	386,0	279,5	102,0	147,2	188,5	219,7	240,6
Aktywa razem	3 910,3	4 501,9	4 671,3	4 866,1	5 029,2	5 209,7	5 163,0	5 036,2	5 115,2	5 185,9	5 241,6	5 281,8
Kapitał (fundusz) własny	1 345,6	1 766,8	2 112,1	2 294,7	2 462,2	2 641,7	2 911,2	3 148,5	3 368,9	3 576,0	3 768,0	3 944,6
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	1 064,4	1 325,1	1 507,7	1 675,1	1 860,0	2 086,7	2 302,3	2 502,6	2 688,0	2 857,9
Niepodzielony wynik finansowy	234,4	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0	427,0
Zysk (strata) netto	342,8	593,5	345,3	267,2	252,0	264,1	348,7	359,3	364,2	370,9	377,5	384,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 568,8	2 738,4	2 562,1	2 574,4	2 570,0	2 570,9	2 254,7	1 890,7	1 749,2	1 612,9	1 476,6	1 340,1
Rezerwy na zobowiązania	253,9	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8	222,8
Zobowiązania długoterminowe	1 630,1	1 562,7	1 536,5	1 539,0	1 541,2	1 541,2	1 191,2	202,3	197,7	197,7	197,7	197,7
-oprocentowane	1 494,8	1 346,0	1 338,7	1 341,3	1 343,5	1 343,5	993,5	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	684,8	952,9	802,9	812,5	805,9	806,9	840,7	1 465,6	1 328,7	1 192,4	1 056,1	919,6
-oprocentowane	19,8	160,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	600,0	450,0	300,0	150,0	0,0
Pasywa razem	3 910,3	4 501,9	4 671,3	4 866,1	5 029,2	5 209,7	5 163,0	5 036,2	5 115,2	5 185,9	5 241,6	5 281,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	3 273,0	3 455,3	3 523,4	3 565,8	3 536,8	3 540,9	3 689,4	3 798,9	3 856,2	3 916,2	3 976,4	4 035,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 398,9	2 415,7	2 638,8	2 694,6	2 690,5	2 674,9	2 741,2	2 816,2	2 865,8	2 918,6	2 971,8	3 023,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	874,1	1 039,7	884,6	871,2	846,3	866,0	948,2	982,8	990,4	997,5	1 004,6	1 012,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	348,6	389,5	407,6	483,4	476,1	479,6	496,8	510,6	519,1	528,0	537,0	546,0
Zysk (strata) na sprzedaży	525,5	650,2	476,9	387,8	370,2	386,4	451,4	472,2	471,3	469,5	467,7	466,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-35,6	10,1	30,4	-19,7	-20,9	-21,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EBITDA	707,5	883,8	749,8	621,0	612,6	637,8	741,6	764,1	765,1	765,2	764,9	765,2
EBIT	489,8	660,3	507,3	368,1	349,3	364,6	461,4	482,2	481,3	479,5	477,7	476,5
Saldo działalności finansowej	-212,6	-36,0	-61,7	-29,9	-30,3	-30,2	-19,9	-27,4	-20,3	-10,0	0,1	10,0
Zysk (strata) brutto	277,2	625,0	445,8	338,2	319,0	334,4	441,4	454,8	461,0	469,5	477,8	486,4
Zysk (strata) netto	342,8	593,5	345,3	267,2	252,0	264,1	348,7	359,3	364,2	370,9	377,5	384,3

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	457,1	836,9	616,2	509,4	505,0	527,0	619,8	636,4	645,3	652,6	659,7	667,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-486,1	-445,6	-446,6	-434,9	-431,6	-432,1	-297,1	-302,9	-301,8	-297,5	-293,1	-288,7
Przepływy z działalności finansowej	182,9	-177,5	-191,8	-82,0	-82,4	-84,6	-429,2	-511,0	-298,3	-313,9	-335,5	-357,6
Przepływy pieniężne netto	153,9	213,7	-22,2	-7,5	-8,9	10,3	-106,5	-177,5	45,2	41,3	31,2	20,9
Środki pieniężne na początek okresu	49,2	202,9	414,4	392,1	384,6	375,7	386,0	279,5	102,0	147,2	188,5	219,7
Środki pieniężne na koniec okresu	202,9	414,4	392,1	384,6	375,7	386,0	279,5	102,0	147,2	188,5	219,7	240,6

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	6%	2%	1%	-1%	0%	4%	3%	2%	2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	25%	-15%	-17%	-1%	4%	16%	3%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	35%	-23%	-27%	-5%	4%	27%	5%	0%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	73%	-42%	-23%	-6%	5%	32%	3%	1%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	30%	25%	24%	24%	24%	26%	26%	26%	25%	25%	25%
Marża EBITDA	26%	21%	17%	17%	18%	20%	20%	20%	20%	19%	19%
Marża EBIT	19%	14%	10%	10%	10%	13%	13%	12%	12%	12%	12%
Marża brutto	18%	13%	9%	9%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Marża netto	17%	10%	7%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	9%	10%
COGS / przychody	70%	75%	76%	76%	76%	74%	74%	74%	75%	75%	75%
SG&A / przychody	11%	12%	14%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	14%	14%
SG&A / COGS	16%	15%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
ROE	34%	16%	12%	10%	10%	12%	11%	11%	10%	10%	10%
ROA	13%	7%	5%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Dług	1 530,5	1 338,7	1 341,3	1 343,5	1 343,5	993,5	604,5	450,0	300,0	150,0	0,0
D / (D+E)	34%	29%	28%	27%	26%	19%	12%	9%	6%	3%	0%
D / E	51%	40%	38%	36%	35%	24%	14%	10%	6%	3%	0%
Odsetki / EBIT	-5%	-12%	-8%	-9%	-8%	-4%	-6%	-4%	-2%	0%	2%
Dług / kapitał własny	87%	63%	59%	55%	51%	34%	19%	13%	8%	4%	0%
Dług netto	1 116,1	946,6	956,7	967,8	957,5	714,0	502,6	302,8	111,5	-69,7	-240,6
Dług netto / kapitał własny	63%	45%	42%	39%	36%	25%	16%	9%	3%	-2%	-6%
Dług netto / EBITDA	1,3	1,3	1,5	1,6	1,5	1,0	0,7	0,4	0,1	-0,1	-0,3
Dług netto / EBIT	169%	187%	260%	277%	263%	155%	104%	63%	23%	-15%	-51%
EV	3 935,6	3 766,1	3 776,2	3 787,3	3 776,9	3 533,5	3 322,0	3 122,2	2 931,0	2 749,8	2 578,8
Dług / EV	39%	36%	36%	35%	36%	28%	18%	14%	10%	5%	0%
CAPEX / Przychody	14%	13%	12%	12%	12%	8%	8%	8%	8%	7%	7%
CAPEX / Amortyzacja	215%	189%	176%	168%	162%	109%	109%	107%	105%	104%	102%
Amortyzacja / Przychody	7%	7%	7%	7%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%
Zmiana KO / Przychody	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-45%	-31%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	4,8	8,2	10,6	11,2	10,7	8,1	7,8	7,7	7,6	7,5	7,3
P/BV*	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE*	3,5	4,8	5,4	5,5	5,2	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2
EV/EBITDA*	4,5	5,0	6,1	6,2	5,9	4,8	4,3	4,1	3,8	3,6	3,4
EV/EBIT*	6,0	7,4	10,3	10,8	10,4	7,7	6,9	6,5	6,1	5,8	5,4
EV/S*	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
BVPS	33,5	40,0	43,5	46,7	50,1	55,2	59,7	63,9	67,8	71,4	74,8
EPS	11,3	6,6	5,1	4,8	5,0	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3
CEPS	15,5	11,2	9,9	9,8	10,2	11,9	12,2	12,3	12,5	12,6	12,8
FCFPS	2,3	6,4	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,0	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	2,9	0,0	1,6	1,6	1,6	1,5	2,3	2,7	3,1	3,5	3,9
Payout ratio	25,3%	0,0%	31,7%	33,6%	32,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%
DY*	5,3%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	4,3%	5,1%	5,8%	6,6%	7,4%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 53,5 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

Krystian 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

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
Kupuj	**68,6**	**Akumuluj**	**82,4**	**11.12.2017**	**14:22 CEST**	**53,5**	**62 260,1**
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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17:

Kupuj	7	41%
Akumuluj	4	24%
Trzymaj	4	24%
Redukuj	2	12%
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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa 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 portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 11.12.2017 roku (14:22 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.12.2017 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 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 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 niemniejszym 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 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 11.12.2017 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje 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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat 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.