



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

Rozczarowujące wyniki i outlook po 1Q'20, a także coraz wyraźniejszy wpływ kryzysu pandemicznego na wyniki grupy, szczególnie w kluczowym obszarze sodowym (spadek wolumenów/cen w 2020/2021 roku), skłonił nas do zmiany zalecenia z akumuluj na REDUKUJ z ceną docelową 32,3 PLN/akcję. Wskazujemy przy tym na relatywnie duże zadłużenie grupy i perspektywę szczytu nakładów inwestycyjnych w 2020-2021 po opóźnieniu i wzroście budżetu kluczowego projektu rozwojowego soli warzonej w Niemczech.

Rozczarowujące wyniki i konferencja po 1Q'20... Znormalizowana EBITDA w 1Q'20, okazała się 11% poniżej konsensusu i 20% poniżej naszych oczekiwań. Choć zarząd bronił wyniku licząc one-offs to uwagę zwracał bardzo słaby wynik w organice (prawdopodobnie strata w 2Q'20). Na konferencji wynikowej zarząd wskazał na problem w plasowaniu wolumenów sprzedaży sody kalcyonowanej, przedstawiając strukturę rynków docelowych z relatywnie dużym udziałem automotive (aż 17%). Zarząd dyskutował o rewizji strategii do 2021 roku (ogłoszona 04.12.2018) zakładającej EBITDA >900 mln PLN. Wpływ na to ma mieć m.in. „pewne” opóźnienie projektu solnego w SDC (03.04.2020 spółka informowała o wzroście budżetu o 40%).

Ryzyko spadków wolumenów sprzedaży sody w 2020 roku... Szacujemy, że wolumen sprzedaży sody kalcyonowanej ogółem w 1Q'20 spadł o 21% r/r, a bez wpływu Govory (LFL) o 2% r/r mimo bardzo niskiej bazy. W 2Q'20 spodziewamy się spadku o ok. 6% r/r LFL. Niższe wykorzystanie mocy będzie wpływać na wyższe zużycie kluczowych surowców, czego nasz model może nie do końca uwzględniać. W ostatnich 5 latach wykorzystanie mocy produkcyjnych sody kalcyonowanej w gł. fabrykach (CSP i SDC) przekraczało 90%. W 2020 będzie to <90%, choć w kryzysie finansowym w 2009 roku wykorzystanie mocy spadło do 75%.

Oczekiwana korekta cenników sody w 2021 roku... Kluczowe pytanie obecnie sprowadza się do tego, jak zareagują ceny na kryzys pandemiczny w 2021 roku. Przyjmujemy, że spadną o ok. 5% r/r (2% poniżej prognoz z 06.2019), czemu będzie sprzyjać sytuacja niskich kosztów surowcowych. W 2010 roku zrealizowane ceny sody kalcyonowanej spadły o 7% r/r w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku.

Wysokie zadłużenie, a szczyt inwestycji dopiero przed nami... Zadłużenie netto spółki od ok. 2 lat kształtuje się na poziomie ok. 1,5 mld PLN, czyli 2,6x EBITDA na koniec 2019 roku (2,3x do liczenia kowenantów na max 4,0x). Spółka szczyt inwestycji ma przed sobą (2021 rok), co wpłynie na politykę dywidendową. Ciek jest w trakcie realizacji 3 dużych inwestycji o wartości ok. 1 mld PLN z czego szacujemy, że do wydania na 2020-2021 pozostało >0,9 mld PLN (projekty rozwojowe wygenerują docelowo >110 mln PLN EBITDA). Przyjmujemy brak dywidendy do 2023 roku, a zarząd w obecnych uwarunkowaniach rynkowych nie zdecyduje się na skup akcji (upoważnienie z 21.05.2020).

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	3 579,4	3 672,7	3 548,9	3 209,1	3 493,6	3 767,0
EBITDA [mln PLN]	832,7	654,3	578,0	621,1	621,9	699,1
EBITDA skoryg. [mln PLN]	808,1	633,5	645,7	618,3	621,9	699,1
EBIT [mln PLN]	588,8	379,2	267,5	298,6	254,6	297,6
Wynik netto [mln PLN]	393,4	112,0	117,7	181,3	159,2	166,9
P/BV	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
P/E	4,7	16,4	15,6	10,1	11,6	11,0
EV/EBITDA	3,2	5,0	5,8	5,5	5,9	5,0
EV/EBIT	4,6	8,7	12,4	11,5	14,3	11,7
DPS	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	21,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 32,3 PLN

10 CZERWIEC 2020, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	32,2
Wycena porównawcza [PLN]	32,8
Wycena końcowa [PLN]	32,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-7,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	34,9
Kapitalizacja [mln PLN]	1 839,2
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	41,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	21,1
Stopa zwrotu za 3 mc	18,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	0,4%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
NN OFE	6,7%
Aviva OFE	5,9%
Pozostali	36,3%

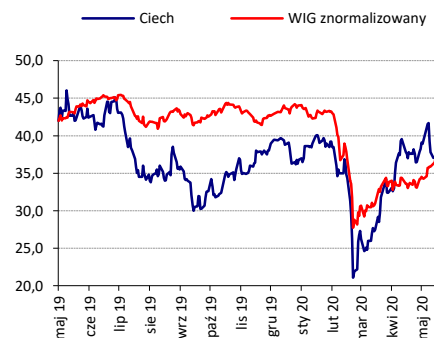
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501-238-443

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
RYZYO SPADKÓW WOLUMENÓW SPRZEDAŻY SODY W 2020 ROKU	3
OCZEKIWANA KOREKTA CENNIKÓW SODY W 2021 ROKU	5
WYSOKIE ZADŁUŻENIE, A SZCZYT INWESTYCJI PRZED NAMI	5
RYZYO REWIZJI KONSENSUSU 2020-2021	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 1Q'20 I PERSPEKTYWY 2020 ROKU.....	13
KONFERENCJA PO 1Q'20 (28.05.2020)	14
PERSPEKTYWY 2020	14
WPŁYW COVID-19	14
CAPEX	15
CAPEX 2015-2019	15
CAPEX 2020-2021	16
STRATEGIA.....	17
STRATEGIA 2014-2019	17
STRATEGIA 2019-2021	18
PROGRAM MOTYWACYJNY	19
SKUP AKCJI WŁASNYCH	20
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2019-2021	21
ZAŁOŻENIA NA LATA 2020-2029	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2020-2029 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 32,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2020 – 2022 dała wartość 1 akcji na poziomie 32,8 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 32,3 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	32,2
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	32,8
Wycena spółki [PLN]		32,3

Źródło: BDM S.A.

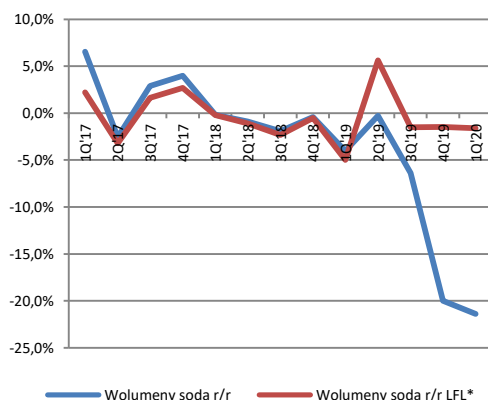
Ryzyko spadków wolumenów sprzedaży sody w 2020 roku

Kryzys pandemiczny i postoje produkcyjne w branży automotive negatywnie wpływają na realizację wolumenów sprzedaży, co zarząd sygnalizował na konferencji po wynikach 1Q'20 (28.05.2020) przedstawiając wysoką ekspozycję na ten obszar docelowych klientów (aż 17% wolumenów).

Szacujemy, że wolumen sprzedaży sody kalcynowanej ogółem w 1Q'20 spadł o 21% r/r, a bez wpływu Govory (LFL) o 2% r/r mimo bardzo niskiej bazy. W 2Q'20 spodziewamy się spadku o ok. 6% r/r LFL. Niższe wykorzystanie mocy będzie wpływać na wyższe zużycie kluczowych surowców, czego nasz model może nie do końca uwzględniać.

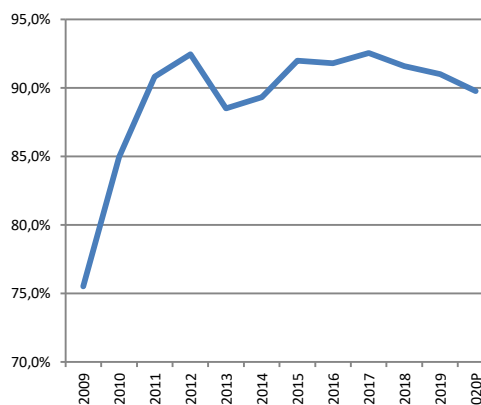
W ostatnich 5 latach wykorzystanie mocy produkcyjnych sody kalcynowanej w gł. fabrykach (CSP i SDC) przekraczało 90%. Oczekujemy spadku <90% w 2020 roku, choć patrząc na analogie historyczne, może być to zbyt optymistyczne podejście. W kryzysie finansowym w 2009 roku wykorzystanie mocy spadło do 75%.

Dynamika wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej



Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- LFL czyli bez Govory (tylko CSP i SDC).

Wykorzystanie mocy produkcyjnych sody kalcynowanej*



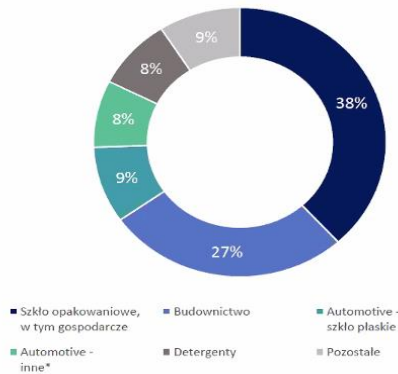
Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- LFL czyli bez Govory (tylko CSP i SDC).

Na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020) zarząd przedstawił docelową strukturę popytu na sodę kalcynowaną, z której wynika, że aż 17% sprzedaży trafia do automotive.

Ok. 50% globalnego zastosowania sody kalcynowanej to szkło, w tym ok. połowa (27% całości) to koniunkturalny segment szkła płaskiego. Zwracamy jednak uwagę, że nowe domy i automotive to ok. 43% zastosowania w tej kategorii (ok. 12% całości). Reszta ma charakter odtworzeniowy/remontowy.

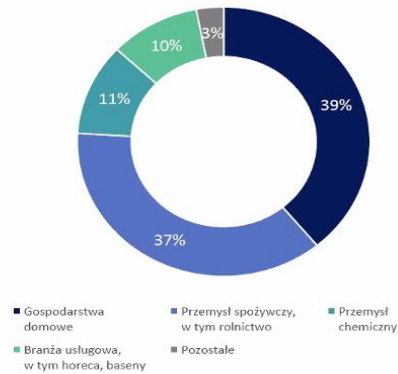
Łącznie koniunkturalna część popytu, czyli budowa nowych domów i automotive, to ok. 12% całego globalnego popytu na sodę kalcynowaną. Tym samym Ciech jest bardziej eksponowany na ryzyko dekonunktury w automotive (ok. 17% sprzedaży).

Soda: rynki końcowe klientów

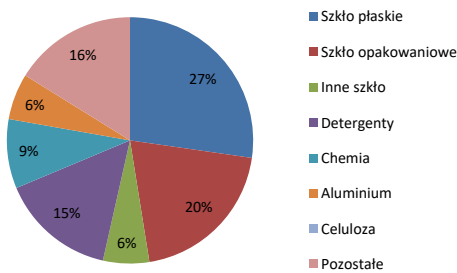


Źródło: prezentacja Ciech po 1Q'20

Sól: rynki końcowe klientów

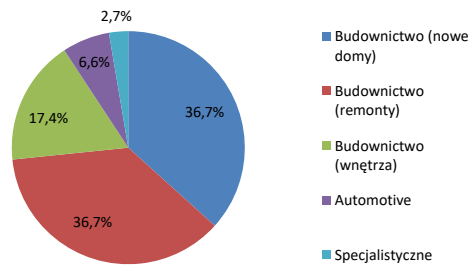


Globalne wykorzystanie sody kalcyonowanej 2018



Źródło: BDM S.A., Soda Sanayii

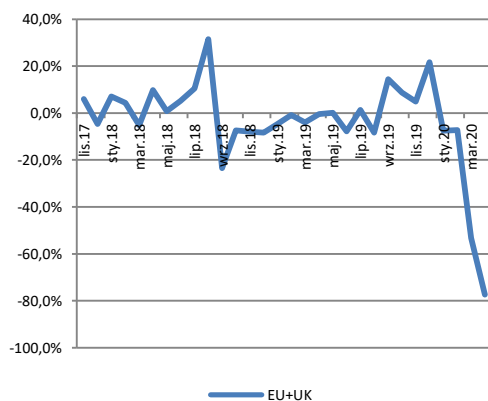
Odbiorcy szkła płaskiego - globalnie



Źródło: BDM S.A., Pilkington (NSG)

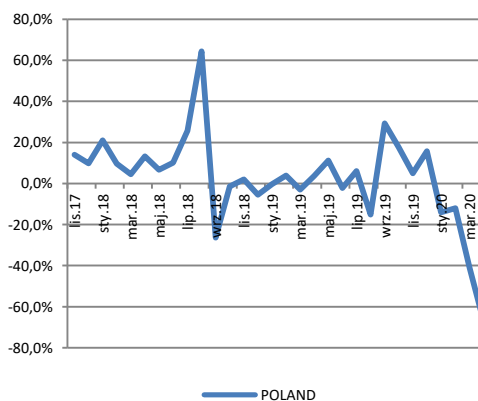
Rejestracja samochodów w kwietniu'20 przez lockdown w UE+UK spadły o 77% r/r (2020 YTD -39% r/r).
Rejestracje samochodów osobowych w Polsce spadły o 67% r/r (2020 YTD -34% r/r).

Dynamika rejestracja samochodów osobowych w UE [r/r]



Źródło: BDM S.A., ACEA

Dynamika rejestracja samochodów osobowych w PL [r/r]



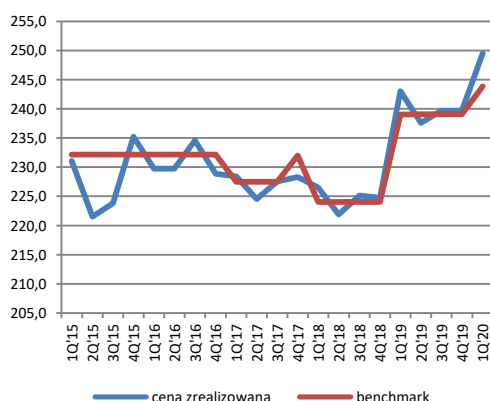
Źródło: BDM S.A., ACEA

Oczekiwana korekta cenników sody w 2021 roku

Przyjmujemy, że ceny sody kalcynowanej w kontraktach na 2021 rok spadną o ok. 5% r/r, co wynikać będzie z opóźnionych skutków kryzysu pandemicznego i spadku kosztów surowcowych. Wg zarządu Ciech prognozy IHS wskazują na utrzymanie cen w 2021 roku.

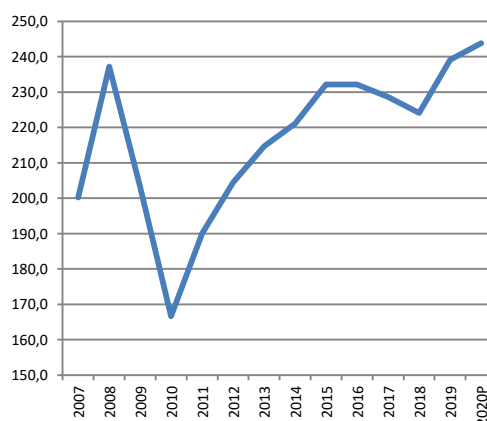
Wskazujemy, że zrealizowane ceny sody w 2010 roku, w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku, spadły o ok. 7% r/r, a benchmark dla Europy wg. IHS obniżył się wówczas aż o 18% r/r po dwucyfrowym wzroście 2 lata wcześniej. Podkreślamy jednak, że obecnie sytuacja na rynku sody jest bardziej zbilansowana, a finalne zużycie przesunęło się bardziej w stronę mniej koniunkturalnego szkła opakowaniowego (>20% globalnego zużycia, a w Ciechu 38%).

Ceny sody kalcynowanej [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka. *- cena zrealizowana: przychody s.sodowego/szacowany wolumen sprzedaży

Ceny sody kalcynowanej 2007-2020P w Europie [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka., Bloomberg

Wysokie zadłużenie, a szczyt inwestycji dopiero przed nami

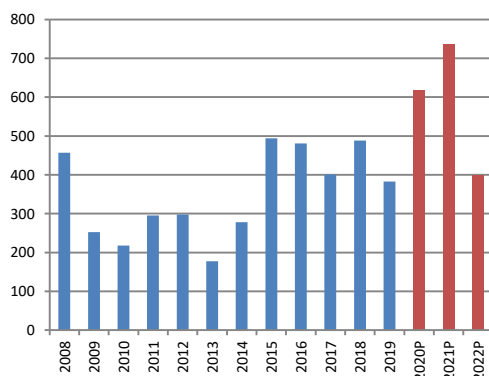
Zadłużenie netto spółki od ok. 2 lat kształtuje się na poziomie ok. 1,5 mld PLN, czyli 2,6x EBITDA na koniec 2019 roku. Dla potrzeb kowenantów (max 4,0x) z wyłączeniem MSSF16 wskaźnik ten wynosił 2,3x znormalizowana EBITDA. W 1Q'20 spółka zanotowała sezonowy wzrost długu wynikający z negatywnych zmian w kapitale obrotowym.

Spółka jest w trakcie realizacji 3 dużych inwestycji o wartości ok. 1 mld PLN z czego szacujemy, że do wydania na 2020-2021 pozostało >0,9 mld PLN. Tym samym wydatki w tym okresie powinny być rekordowe, a szczytu spodziewamy się w 2021 roku przy opóźnieniu kluczowego projektu solnego w SDC.

Przypominamy, że wzrost zadłużenia w 2018 roku o ok. 600 mln PLN r/r wynikał z wypłaty blisko 400 mln PLN dywidendy i przejęcia Proplan (160 mln PLN).

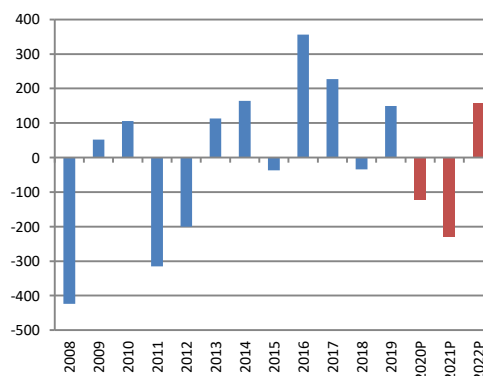
ZWZ 21.05.2020 upoważniło zarząd na okres 2 lat do skupu 14,61% akcji własnych za maksymalnie 347 mln PLN (max 45 PLN/akcję). Nie zakładamy, aby przy tym zadłużeniu, nakładach inwestycyjnych i wycenie spółki zarząd zdecydował się na skup w najbliższym czasie.

CAPEX [mln PLN]



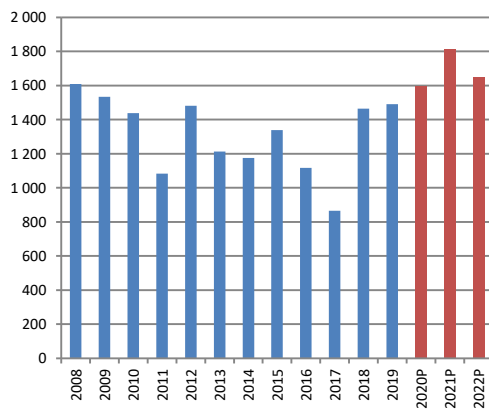
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

CFO- CAPEX [mln PLN]



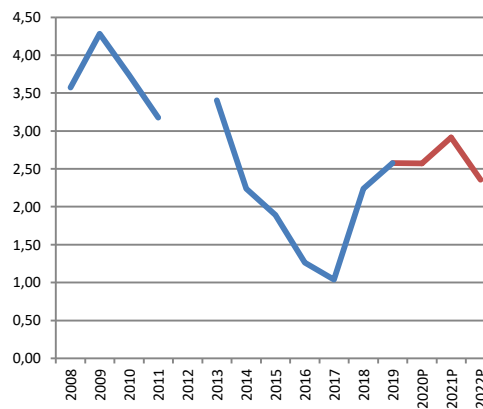
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Dług netto [mln PLN]



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

Dług netto/EBITDA [x]



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

Ryzyko rewizji konsensusu 2020-2021

Nasze projekcje są nieco poniżej konsensusu Bloomberg na 2020 rok (mimo uwzględnienia 29 mln PLN przychodów z programu wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych) i wyraźnie (-10% EBITDA) poniżej konsensusu na 2021 rok, co wynika z oczekiwanej przez nas korekty cenników sody kalcynowanej (+45 mln PLN przychodów z programu wsparcia dla energochłonnych). Dostrzegamy ryzyko wyraźnie wyższego CAPEX w 2021 roku wskutek przynajmniej półrocznego opóźnienia kluczowego projektu solnego w SDC.

Prognozy BDM vs konsensus Bloomberg* [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA konsens*	633	687	741	818
EBITDA BDM	621	622	699	766
różnica	-1,9%	-9,5%	-5,7%	-6,4%
CAPEX konsens*	-603	-603	-553	
CAPEX BDM	-618	-736	-398	-413
różnica	2,6%	22,1%	-28,0%	
Dług netto konsens*	1 693	1 732	1 803	1 395
Dług netto BDM	1 597	1 812	1 647	1 486
różnica	-5,7%	4,6%	-8,6%	6,5%
DN/EBITDA konsens*	2,7	2,5	2,4	1,7
DN/EBITDA BDM	2,6	2,9	2,4	1,9
różnica	-3,9%	15,6%	-3,1%	13,8%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- konsensus z 09.06.2020

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko niższych wolumenów produkcji/sprzedaży

W 2018-2019 roku spółka doświadczyła wielu planowanych i nieplanowanych wypadów produkcyjnych, co wpłynęło na wyraźny wzrost nakładów odtworzeniowych. Na konferencji po 1Q'20 w maju'20 zarząd informował, że nie ma już takich problemów, natomiast kryzys pandemiczny i postój produkcyjne w branży automotive, negatywnie wpływają na realizację wolumenów sprzedaży. Szacujemy, że wolumen sprzedaży sody ogółem w 1Q'20 spadł o 21% r/r, a bez wpływu Govory (LFL) o 2% r/r mimo bardzo niskiej bazy. W 2Q'20 spodziewamy się spadku o ok. 6% LFL i wzrostów w 2H'20, co może być założeniem zbyt optymistycznym.

▪ Ryzyko wyraźnego spadku cen sody kalcynowanej w 2021 roku

Spółka sprzedaje sodę kalcynowaną w kontraktach rocznych i ceny na 2020 rok zostały ustalone (wzrost o 2-3% r/r). Ryzykiem pozostaje 2021 rok (przyjmujemy -5% r/r), na co wpływ będzie miał kryzys pandemiczny. W 2010 roku zrealizowane ceny sody kalcynowanej spadły o 7% r/r w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku.

▪ Wzrost cen surowców energetycznych i petrochemicznych

W latach 2016-2018 negatywnie na marżę wpłynął wzrost kosztów kluczowych surowców jak węgla energetycznego, koksu czy gazu. Obecnie obserwowana jest tendencja spadkowa, co powinno wspierać wyniki grupy.

Zwracamy uwagę, że CSP połowę wolumenu węgla kupuje w długoterminowym kontrakcie (2015-2019), który był podpisywany w 2015/2016, czyli w korzystnym otoczeniu cenowym. Rodzi to ryzyka wyższych cen od 2020 roku.

▪ 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/EUA w '17 do 23 EUR/EUA. Przy naszych projekcjach 25 EUR/EUA wygeneruje to koszty rzędu 100 mln PLN w 2020 roku.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (bez zmian). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%), co przy cenie 25 EUR/t będzie generować koszty rzędu 200 mln PLN rocznie.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności biznesu sodowego

Spółka jest producentem tzw. sody syntetycznej metodą Solvaya. Na globalnym rynku ok. 26% 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 Czarne) 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 4,46 EUR/PLN).

▪ Ryzyko korporacyjne zw. z prywatyzacją spółki

Trwa śledztwo w sprawie nieprawidłowości przy prywatyzacji Ciechu w kwietniu 2014 roku.

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 2019 roku zadłużenie netto kształtowało się wciąż na poziomie blisko 1,5 mld PLN i stanowiło 2,3x EBITDA. W 1Q'20 zadłużenie wzrosło do 1,67 mld PLN (2,66x EBITDA), a spółka szczyt inwestycji ma przed sobą, co wpłynie na politykę dywidendową (przyjmujemy brak dywidendy do 2023 roku, a zarząd w obecnych uwarunkowaniach rynkowych nie zdecyduje się na skup akcji).

▪ Ryzyko wzrostu nakładów inwestycyjnych

Zaprezentowana w grudniu'18 strategia spółki na lata 2019-2021 nie precyzuje nowych projektów inwestycyjnych, a zarząd dość oszczędnie wypowiadał się w kwestii przyszłego CAPEX podkreślając konieczność poprawy efektywności energetycznej. Przyjmujemy, że szczyt CAPEX spółka ma przed sobą i będzie on przypadał na 2021 rok. Zwracamy uwagę na komunikat o wroście budżetu projektu solnego w SDC ze 100 do 140 mln EUR (03.04.2020).

▪ Ryzyko roszczeń podatkowych

W wycenie uwzględniamy wszystkie potencjalne roszczenia podatkowe, które spółka kwantyfikuje w raportach okresowych (bez ryzyka zapłaty CIT w SDC), co daje potencjalną kwotę do zapłaty ok. 99 mln PLN (100% prawdopodobieństwa przegranych spraw).

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- oczekiwane korekty w 2021 roku

Wg IHS ceny sody kalcynowanej w kontraktach na 2020 rok w Europie wzrosły o 5 EUR/t (+2,1% r/r), co było poziomem powyżej naszych oczekiwań (o ok. 4%). Szacujemy, że spółka zrealizowała ceny w 1Q'20 nieco powyżej benchmarku (+2,7% r/r). W kolejnych kwartałach cena może być niższa z uwagi na sygnalizowaną sprzedaż na rynkach spotowych/zamorskich.

Kluczowe pytanie obecnie sprowadza się do tego, jak zareagują ceny na kryzys pandemiczny w 2021 roku. Przyjmujemy, że spadną o ok. 5% r/r (2% poniżej prognoz z 06.2019), czemu będzie sprzyjać sytuacja niskich kosztów surowcowych. W 2010 roku zrealizowane ceny sody kalcynowanej spadły o 7% r/r w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku.

▪ Wolumeny- ryzyko w wynikach 2-3Q'20

Na 2020 roku obniżyliśmy prognozowany wolumen sprzedaży sody (bez uwzględniania Govory) o ok. 5% vs oczekiwania z poprzedniego raportu, co z brakiem Govory będzie oznaczać spadek sprzedaży o ok. 14% r/r. Wzrostów oczekujemy w 2021-2022 roku (lepszą koniunkturą i wykorzystanie mocy + efekty inwestycji w sól i sodę oczyszczoną).

▪ Surowce/CO2- sprzyjające otoczenie

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców. Największej rewizji na 2020 rok uległy ceny gazu (o 34%), koksu (o 17%) i CO2 (o 7%). Jedyny wzrost kosztów obserwujemy na węglu energetycznym (+9% vs oczek.), co wynika z zakończenia długoterminowego kontraktu jeszcze z poprzednikiem PGG (KW) z 2015 roku.

Średnie ceny CO2 spadły w 1Q'20 do 22,75 EUR/EUA i 20,2 EUR/EUA w 2Q'20 (na dzień raportu 22,5 EUR/EUA), co przyczyniło się do niższej, średniej ceny w 2020 roku. W długim terminie (od 3Q'20) przyjmujemy 25 EUR/EUA (bez zmian).

Po 2020 roku oczekujemy zmniejszenia liczby bezpłatnych praw emisyjnych z ok. 60% (2013-2020) do ok. 30% (2020-2030)- bez zmian.

▪ Rekompensaty pośrednich kosztów CO2- beneficjent „ustawy Emilewicz”

Dn. 19.07.2019 została przyjęta ustawa o systemie rekompensat dla sektorów energochłonnych. Maksymalny budżet przeznaczany na wypłatę rekompensat za dany rok wyznaczany jest jako 25% dochodów z aukcji uprawnień do emisji uzyskanych w roku poprzednim i na 2020 rok (rekompensaty za 2019 rok) jest to 890 mln PLN.

Szacujemy, że wartość rekompensat za 2019-2020 rok (wnioski w URE składane do marca'20, publikacja listy wrzesień'20 i wypłata środków z BGK w 4Q'20) dla Ciechu zgodnie ze wzorem z art. 7 ustawy i przy 80% proporcjonalnej redukcji (niewiadoma) to 29-45 mln PLN (uwzględnione w PPO w 2020-2021).

W związku z brakiem określonego celu przeznaczenia 275 mln uprawnień do emisji CO2 jakie przyznano Polsce po 2020 roku i tym samym z ryzykiem zagrożenia budżetu ustawy (25% środków ze sprzedaży CO2) nie zakładamy dalszych wpływów z tego tytułu po 2021 roku, co jest założeniem konserwatywnym.

▪ CAPEX

CAPEX został opisany w osobnym rozdziale. W okresie strategii 2019-2021 oczekujemy ok. 1,74 mld PLN nakładów wobec 1,72 mld PLN poprzednio. Szczyt CAPEX przypadnie na 2021 rok (>730 mln PLN) w związku z opóźnieniem i wzrostem budżetu projektu solnego w SDC.

▪ Dywidenda/skup akcji

Nie oczekujemy wypłaty dywidendy do 2023 roku w związku z istotnym wzrostem zadłużenia (w okolice 3,0x w 2021 roku). Nie zakładamy również, że przy obecnych uwarunkowaniach rynkowych (wycena, zadłużenie spółki) zarząd zdecyduje się na uruchomienie skupu akcji uchwalonego na ZWZ 21.05.2020.

- **Podatki**

Spółka jest w trakcie szeregu sporów sądowych dotyczących zapłaty podatków CIT i VAT za lata 2012-2018. Całkowite zobowiązanie z tyt. CIT wraz z odsetkami spółka ocenia na 143,8 mln PLN, z czego 116,9 zostało objęte rezerwami/odpisami, a 53,7 mln PLN zapłacone. Dodatkowo z tytułu VAT zobowiązania mogą wynosić 31,5 mln PLN, z czego zapłacono 22,4 mln PLN. Spółka nie kwantyfikuje ryzyka podatkowego w Niemczech (za lata 2006-2015). Tym samym całkowita kwota potencjalnych zaległości podatkowych CIT/VAT to 99,2 mln PLN - uwzględnione w wycenie ze 100% prawdopodobieństwem.

- **Zmiany w organizacji**

W dniu 19.03.2019 zarząd podjął uchwałę o rozpoczęciu szczegółowego przeglądu opcji:

- zmian w strukturze korporacyjno-organizacyjnej (holding z poszczególnymi obszarami biznesowymi i centralą);

- zmian w strukturze aktywów grupy Ciech;

W ramach przeglądu możliwe jest m.in. przeprowadzanie akwizycji i dezinwestycji wybranych aktywów. Przegląd opcji będzie w pierwszej kolejności dotyczył Ciech Pianki oraz Ciech Trading.

W rekomendacji nie zakładamy żadnych zmian w grupie kapitałowej.

- **Finansowanie**

Obecnie „trzon” finansowania to umowa kredytowa z listopada’15 aneksowana w styczniu’18 w wysokości ok. 1,22 mld PLN i 30 mln EUR. Aneks wydłużył zapadalność finansowania do 2021-2022 roku. Koszt finansowania bez zmian (WIBOR 6m+150 p.b.). Spółka będzie musiała refinansować to zadłużenie w 2022 roku.

Na koniec 2019 roku spółka miała dostępne wolne limity kredytów obrotowych w kwocie 597,3 mln PLN (na podstawie umów z 09.01.2018, 28-29.01.2018 i 18.04.2019). Zarząd informował, że na koniec 1Q20 wykorzystywał je w całości (prawie 700 mln PLN gotówki na rachunkach).

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 10 czerwca 2020 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 32,2 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 548,9	3 209,1	3 493,6	3 767,0	3 948,1	3 975,6	4 007,2	4 037,5	4 061,3	4 076,7	4 086,7
EBIT [mln PLN]	267,5	298,6	254,6	297,6	363,9	359,0	351,9	345,7	341,4	339,6	339,0
Stopa podatkowa	36,6%	26%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	97,8	78,8	53,5	62,5	76,4	75,4	73,9	72,6	71,7	71,3	71,2
NOPLAT [mln PLN]	169,7	219,7	201,1	235,1	287,5	283,6	278,0	273,1	269,7	268,3	267,8
Amortyzacja [mln PLN]	310,5	322,5	367,3	401,5	401,8	403,3	404,4	405,1	405,6	405,7	405,4
CAPEX [mln PLN]	-351,1	-618,0	-735,6	-397,7	-412,8	-411,7	-411,0	-410,1	-408,4	-405,9	-402,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	115,0	79,1	-9,1	-8,7	-5,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3
Inwestycje kapitałowe** [mln PLN]	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	239,4	3,4	-176,3	230,2	270,7	274,3	270,4	267,2	266,1	267,6	270,0
DFCF [mln PLN]		3,3	-158,0	192,0	209,8	197,2	180,1	164,8	151,6	140,7	131,0
Suma DFCF [mln PLN]		1 212,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		4 270,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 071,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		3 283,9									
Dług netto*** [mln PLN]		1 489,8									
Zobowiązania podatkowe (100%) [mln PLN]****		99,2									
Wartość kapitału		1 694,9									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		32,2									

Przychody zmiana r/r	-9,6%	8,9%	7,8%	4,8%	0,7%	0,8%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%
EBIT zmiana r/r	11,6%	-14,7%	16,9%	22,3%	-1,4%	-2,0%	-1,8%	-1,2%	-0,5%	-0,2%
FCF zmiana r/r	-98,6%	-	-	17,6%	1,3%	-1,4%	-1,2%	-0,4%	0,5%	0,9%
Marża EBITDA	19,4%	17,8%	18,6%	19,4%	19,2%	18,9%	18,6%	18,4%	18,3%	18,2%
Marża EBIT	9,3%	7,3%	7,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,3%	8,3%
Marża NOPLAT	6,8%	5,8%	6,2%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%
CAPEX / Przychody	19,3%	21,1%	10,6%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%
CAPEX / Amortyzacja	191,6%	200,3%	99,1%	102,7%	102,1%	101,6%	101,2%	100,7%	100,1%	99,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	23,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Źródło: BDM S.A.**- zwrot za Proplan. ***- z końca 2019. ****- wszystkie potencjalne, niezapłacone zobowiązania podatkowe CIT i VAT, jakie kwantyfikuje spółka.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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	60,5%	65,4%	67,1%	70,4%	73,5%	76,6%	79,9%	83,1%	85,6%	88,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	39,5%	34,6%	32,9%	29,6%	26,5%	23,4%	20,1%	16,9%	14,4%	11,8%
WACC	7,0%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	20,7	23,9	27,8	32,9	39,7	49,1	63,0	85,8	130,1
	0,8	18,2	21,1	24,6	29,0	34,7	42,5	53,8	71,3	102,5
	0,9	16,0	18,5	21,6	25,4	30,4	37,0	46,2	60,0	83,0
	1,0	13,9	16,2	18,9	22,3	26,6	32,2	39,8	50,9	68,5
	1,1	12,0	14,0	16,4	19,4	23,2	28,0	34,4	43,5	57,3
	1,2	10,2	12,0	14,2	16,8	20,1	24,3	29,7	37,3	48,3
	1,3	8,6	10,2	12,1	14,5	17,4	21,0	25,7	32,0	41,0

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	23,4	27,0	31,5	37,4	45,4	56,8	74,4	105,0	172,0
	4,0%	18,2	21,1	24,6	29,0	34,7	42,5	53,8	71,3	102,5
	5,0%	13,9	16,2	18,9	22,3	26,6	32,2	39,8	50,9	68,5
	6,0%	10,2	12,0	14,2	16,8	20,1	24,3	29,7	37,3	48,3
	7,0%	7,0	8,5	10,3	12,3	14,9	18,1	22,1	27,5	34,9
	8,0%	4,2	5,4	6,9	8,6	10,6	13,0	16,1	20,1	25,3
	9,0%	1,8	2,8	4,0	5,3	7,0	8,9	11,3	14,3	18,1

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	75,1	68,2	62,2	56,8	52,0	47,7	43,8	40,2	37,0
	4,0%	60,3	53,5	47,7	42,5	38,0	34,0	30,4	27,2	24,3
	5,0%	49,1	42,5	37,0	32,2	28,0	24,3	21,0	18,1	15,4
	6,0%	40,2	34,0	28,8	24,3	20,4	17,0	14,0	11,3	8,9
	7,0%	33,1	27,2	22,3	18,1	14,4	11,3	8,5	6,1	3,9
	8,0%	27,2	21,6	17,0	13,0	9,7	6,8	4,2	2,0	-0,1
	9,0%	22,3	17,0	12,6	8,9	5,8	3,0	0,7	-1,4	-3,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-2022 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 9 czerwca 2020. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN, co odpowiada 32,8 PLN na jedną akcję (w tym 1,9 PLN/akcje potencjalnych, niezapłaconych zobowiązań podatkowych). Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'20 na poziomie ok. 5,9x, czyli z premią do spółek sodowych czy krajowych spółek chemicznych.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
SOLVAY	14,1	13,0	10,8	5,9	5,5	5,1	11,6	10,5	9,4
GENESIS ENERGY*	---	11,1	7,1	8,0	7,3	6,7	---	12,4	10,7
TATA CHEMICALS	9,8	8,0	7,1	6,1	5,2	4,3	10,4	8,0	6,5
BASF	---	16,8	13,9	---	8,1	7,3	---	15,1	12,9
WACKER CHEMIE	---	22,3	14,4	7,9	5,4	4,4	---	14,2	9,5
MEDIANA	11,9	13,0	10,8	7,0	5,5	5,1	11,0	12,4	9,5
CIECH	10,1	11,6	11,0	5,5	5,9	5,0	11,5	14,3	11,7
Premia/dyskonto do spółki	-14,8%	-11,0%	2,4%	-20,6%	7,0%	-1,4%	4,6%	15,6%	22,9%
Wycena wg wskaźnika	41,0	39,2	34,1	51,4	30,4	35,9	32,0	25,5	22,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		38,1			39,2			26,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		34,7							
Wycena 1 akcji po zob. CIT/VAT**		32,8							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 09.06.2020. *- Genesis Energy we wrześniu'17 kupił aktywa sodowe Tronox (4,3 mln ton mocy trony). **- wszystkie potencjalne, niezapłacone zobowiązania podatkowe CIT i VAT o wartości 99,2 mln PLN.

Porównanie mnożników do polskich spółek chemicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
PCC ROKITA	10,2	10,1	8,5	6,3	6,2	5,7	10,9	10,8	9,4
GRUPA AZOTY	9,0	17,5	14,3	5,1	4,5	4,0	18,8	13,9	11,1
ZA PUŁAWY	6,0	11,6	24,5	3,7	4,7	3,9	9,4	21,2	12,4
ZCH POLICE	21,8	---	15,4	12,0	7,5	7,2	---	17,3	17,0
MEDIANA	9,6	11,6	14,8	5,7	5,5	4,9	10,9	15,6	11,7
CIECH	10,1	11,6	11,0	5,5	5,9	5,0	11,5	14,3	11,7
Premia/dyskonto	6,2%	-0,7%	-25,8%	-2,6%	7,4%	2,4%	5,7%	-8,0%	-0,3%

Źródło: BDM S.A., prognozy własne, wg cen z 09.06.2020.

WYNIKI 1Q'20 I PERSPEKTYWY 2020 ROKU

Znormalizowana EBITDA w 1Q'20, liczona przez zarząd, okazała się 11% poniżej konsensusu i 20% poniżej naszych oczekiwań (byliśmy największymi optymistami). Saldo PDO na poziomie -13,9 mln PLN (PKO -25,9 mln PLN). Zarząd spółki wyjaśnił to na konferencji wskazując na ok. 32,5 mln PLN zdarzeń niezwiązanych z podstawową działalnością (174,6 mln PLN EBITDA przy naszej prognozie 177 mln PLN).

Dla nas największe rozczarowanie to segment organiczny, gdzie mimo spodziewanego wzrostu wolumenów ŚOR przesuniętych z 4Q'19 i dynamiki sprzedaży +60% r/r (+76% q/q) EBITDA wyniosła zaledwie 25,4 mln PLN vs 37,4 mln PLN w naszej prognozie. Mimo wyraźnego wzrostu przychodów wynik jest nawet słabszy niż w 4Q'19, czyli 28,4 mln PLN !). Spółka w komentarzu wskazuje na bardzo niskie ceny żywic epoksydowych, duży spadek krajowej produkcji farb i lakierów o 22% r/r (odbiorca żywic) czy spadek produkcji mebli do spania (-6% r/r, odbiorca PUR). Co ciekawe przychody w żywicach i PUR spadły w 1Q'20 o ok. 15% r/r, czyli z mniejszą dynamiką niż w 4Q'19 (-18%) czy 3Q'19 (-11/-25% r/r). Na konferencji zarząd wskazał na gorszy mix sprzedaży, pogorszenie wyników w Piankach i trudną sytuację w Proplan (susza w Hiszpanii i lockdown).

Jeśli chodzi o kluczowy segment sodowy to wypracował on 125,4 mln PLN EBITDA vs 146,2 mln PLN w naszej prognozie. Wskazujemy tu na duży spadek wolumenów sprzedaży, prawdopodobnie z większą dynamiką niż w 4Q'19 (szacujemy -23% r/r ale przy wzroście cen o 2% r/r wg. IHS- spółka podaje w komentarzu, że wzrost cen sody był „kilkuprocentowy”). Gł. czynnik to oczywiście brak Govory. Zarząd podał na konferencji, że w związku z osłabieniem popytu w automotive miał problemy z plasowaniem wolumenów i będzie to robił na rynkach spot. Problem może się nasilać w kolejnych kwartałach (aż 17% sprzedaży bezpośrednio do automotive)

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'19	1Q'20	r/r	1Q'20P BDM	różnica	1Q'20P konsens.	zakres	różnica
Przychody	952,7	854,4	-10,3%	860,3	-0,7%	858,1	800,7-930,0	-0,4%
Wynik brutto na sprzedaży	192,8	178,8	-7,3%	227,4	-21,4%			
EBITDA	160,3	144,9	-9,6%	177,2	-18,2%	159,3	149-177	-9,0%
EBITDA adj.	159,6	142,1	-10,9%	177,2	-19,8%	159,3	149-177	-10,8%
EBIT	83,4	63,3	-24,0%	104,9	-39,6%	74,2	61-86,8	-14,7%
Zysk brutto	72,5	66,7	-8,0%	86,2	-22,6%			
Zysk netto	61,8	39,7	-35,8%	68,1	-41,8%	47,4	33-68	-16,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,2%	20,9%		26,4%				
Marża EBITDA adj.	16,7%	16,6%		20,6%		18,6%		
Marża EBIT	8,8%	7,4%		12,2%		8,6%		
Marża zysku netto	6,5%	4,6%		7,9%		5,5%		
P/E 12m		19,2						
EV/EBITDA adj. 12m		5,6						

Źródło: BDM, spółka

Wybrane dane finansowe z podziałem na segmenty [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2017	2018	2019
Przychody	898,4	883,0	836,3	961,7	885,7	933,5	882,7	970,8	952,7	944,6	848,1	803,4	854,4	3 579,4	3 672,7	3 548,9
soda	608,1	577,2	574,6	621,5	582,0	607,3	571,3	605,5	623,9	617,5	586,1	521,9	509,5	2 381,5	2 366,1	2 349,4
organika	216,3	225,4	178,6	248,9	210,1	215,3	204,1	256,0	237,7	235,7	174,3	202,4	261,2	869,2	885,3	850,1
krzemiany	48,9	58,2	60,6	61,6	62,9	57,3	63,8	64,9	59,6	64,2	63,1	58,3	63,3	229,3	248,9	245,2
transport/pozostałe/wyłączenia	25,0	22,1	22,5	29,7	30,6	53,7	43,5	44,5	31,5	27,3	24,6	20,8	20,4	99,4	172,3	104,2
EBITDA	186,4	191,3	185,5	270,0	165,4	188,2	131,0	169,8	160,3	138,2	103,7	175,9	144,9	833,2	654,4	578,0
soda	159,8	163,3	167,9	213,4	145,0	153,6	113,8	127,5	133,5	121,6	115,7	116,7	125,4	704,4	539,9	487,6
organika	21,1	20,1	11,2	44,3	16,3	15,6	13,5	31,0	22,5	15,9	4,2	29,0	25,4	96,8	76,4	71,6
krzemiany	6,7	9,0	10,6	10,6	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	36,8	34,4	40,5
transport/pozostałe/wyłączenia	-1,2	-1,0	-4,2	1,7	-3,2	8,1	-6,1	5,0	-5,9	-11,6	-27,2	23,1	-16,1	-4,8	3,7	-21,6
EBITDA znormalizowana	186,7	191,9	178,4	251,1	167,6	172,1	132,2	161,6	159,6	175,7	142,6	167,8	142,1	808,1	633,5	645,7
soda	161,0	163,9	161,0	204,8	146,9	154,2	114,0	121,7	132,6	159,7	152,5	129,5	123,3	690,7	536,9	574,2
organika	21,2	20,2	10,9	44,2	16,3	15,6	13,7	30,4	22,6	15,9	4,6	28,4	25,3	96,5	76,0	71,6
krzemiany	6,7	9,0	10,6	10,6	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	36,8	34,4	40,5
transport/pozostałe/wyłączenia	-2,2	-1,1	-4,1	-8,4	-3,0	-8,5	-5,4	3,1	-5,9	-12,1	-25,6	2,8	-16,6	-15,9	-13,8	-40,7
EBITDA bez PDO	183,5	180,6	165,2	226,9	165,3	162,9	131,2	162,5	155,8	163,7	139,4	180,5	158,8	756,2	621,9	639,4
EBIT	126,8	131,7	122,9	207,4	102,1	124,2	60,3	92,6	83,4	61,3	26,0	96,9	63,3	588,8	379,2	267,5
Wynik netto	78,0	92,9	85,0	137,5	73,9	98,6	26,8	-87,3	61,8	19,4	0,9	34,8	39,7	393,4	112,0	116,9
Normalizacja EBITDA	-0,3	-0,6	7,1	18,8	-2,2	16,1	-1,2	8,2	0,7	-37,6	-38,9	8,1	2,8	25,1	20,9	-67,6
Saldo PDO	2,9	10,8	20,3	43,1	0,2	25,3	-0,2	7,3	4,5	-25,6	-35,8	-4,6	-13,9	77,0	32,5	-61,4
Marża EBITDA znorm.	20,8%	21,7%	21,3%	26,1%	18,9%	18,4%	15,0%	16,6%	16,7%	18,6%	16,8%	20,9%	16,6%	22,6%	17,2%	18,2%
soda	26,5%	28,4%	28,0%	32,9%	25,2%	25,4%	20,0%	20,1%	21,2%	25,9%	26,0%	24,8%	24,2%	29,0%	22,7%	24,4%
organika	9,8%	8,9%	6,1%	17,8%	7,8%	7,2%	6,7%	11,9%	9,5%	6,8%	2,6%	14,1%	9,7%	11,1%	8,6%	8,4%
krzemiany	13,6%	15,4%	17,6%	17,2%	11,6%	19,0%	15,4%	9,8%	17,2%	18,9%	17,5%	12,1%	16,0%	16,1%	13,8%	16,5%
CFO	-21,0	276,5	111,2	262,1	-3,9	215,7	141,0	101,2	-21,7	128,6	132,5	292,4	11,0	628,8	453,9	531,9
CAPEX (z nabyciem CO2)	-107,6	-81,7	-76,5	-135,4	-118,0	-93,8	-118,2	-126,5	-99,5	-62,8	-88,3	-131,9	-163,2	-401,2	-456,4	-382,5
Dług netto	1 243,9	1 038,7	1 017,1	865,1	998,7	872,8	1 406,7	1 464,1	1 719,3	1 640,2	1 627,2	1 489,8	1 673,5	865,1	1 464,1	1 489,8
/EBITDA	1,4	1,3	1,3	1,0	1,2	1,1	1,9	2,2	2,6	2,7	2,8	2,6	3,0	1,0	2,2	2,6

Źródło: BDM, spółka

Konferencja po 1Q'20 (28.05.2020)

Na konferencji wynikowej zarząd wyjaśnił liczne pozycje one-offs w wynikach 1Q'20 i wskazał na problem w plasowaniu wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej, przedstawiając strukturę rynków docelowych z relatywnie dużym udziałem automotive (bezpośrednio aż 17% vs ok. 2% szacowane przez nas dla globalnego rynku). W 1Q'20 w naszej opinii wolumeny spadły z większą dynamiką niż w 4Q'19 (więcej niż -23% r/r). Problem ten może się nasilać, a zarząd będzie starał się sprzedawać na rynkach spotowych, aby utrzymać wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Z kolei w segmencie organicznym szykuje się trudny 2Q'20 (niewykluczona strata EBITDA), choć biznes piankowy dotek ma za sobą w kwietniu. Brak poprawy w Krzemianach (spółka obniżyła perspektywę vs konferencja po 4Q'19). Zarząd dyskutował o rewizji strategii do 2021 roku (ogłoszona 04.12.2018) zakładającej EBITDA >900 mln PLN. Opóźnienie projektu solnego jest pewne przez COVID-19.

Perspektywy 2020**Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]**

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	2018	2019	2020P
Przychody	885,7	933,5	882,7	970,8	952,7	944,6	848,1	803,4	854,4	754,1	747,1	853,6	3 672,7	3 548,9	3 209,1
segment sodowy	582,0	607,3	571,3	605,5	623,9	617,5	586,1	521,9	509,5	499,7	520,5	551,4	2 366,1	2 349,4	2 081,2
segment organiczny	210,1	215,3	204,1	256,0	237,7	235,7	174,3	202,4	261,2	183,1	148,8	231,6	885,3	850,1	824,7
segment krzemiany	62,9	57,3	63,8	64,9	59,6	64,2	63,1	58,3	63,3	57,7	63,1	58,3	248,9	245,2	242,5
EBITDA	165,4	188,2	131,0	169,8	160,3	138,2	103,7	175,9	144,9	143,0	142,0	191,1	654,4	578,0	621,1
segment sodowy	145,0	153,6	113,8	127,5	133,5	121,6	115,7	116,7	125,4	144,7	140,5	174,0	539,9	487,6	584,6
segment organiczny	16,3	15,6	13,5	31,0	22,5	15,9	4,2	29,0	25,4	-2,9	5,3	28,6	76,4	71,6	56,5
segment krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	6,0	5,8	5,4	34,4	40,5	27,4
EBITDA Adj.	167,6	172,1	132,2	161,6	159,6	175,7	142,6	167,8	142,1	143,0	142,0	191,1	633,5	645,7	618,3
segment sodowy	146,9	154,2	114,0	121,7	132,6	159,7	152,5	129,5	123,3	144,7	140,5	174,0	536,9	574,2	582,6
segment organiczny	16,3	15,6	13,7	30,4	22,6	15,9	4,6	28,4	25,3	-2,9	5,3	28,6	76,0	71,6	56,3
segment krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	6,0	5,8	5,4	34,4	40,5	27,4
EBIT	102,1	124,2	60,3	92,6	83,4	61,3	26,0	96,9	63,3	62,7	61,7	110,8	379,2	267,5	298,6
Zysk brutto	95,8	127,3	39,7	42,3	72,5	41,5	15,4	54,1	66,7	44,1	43,0	92,1	305,0	183,5	245,9
Zysk netto	73,9	98,6	26,8	-87,3	61,8	19,4	0,9	35,6	39,7	34,8	34,0	72,8	112,0	117,7	181,3
Marża EBITDA Adj.	18,9%	18,4%	15,0%	16,6%	16,7%	18,6%	16,8%	20,9%	16,6%	19,0%	19,0%	22,4%	17,2%	18,2%	19,3%
segment sodowy	25,2%	25,4%	20,0%	20,1%	21,2%	25,9%	26,0%	24,8%	24,2%	29,0%	27,0%	31,6%	22,7%	24,4%	28,0%
segment organiczny	7,8%	7,2%	6,7%	11,9%	9,5%	6,8%	2,6%	14,1%	9,7%	-1,6%	3,6%	12,3%	8,6%	8,4%	6,8%
segment krzemiany	11,6%	19,0%	15,4%	9,8%	17,2%	18,9%	17,5%	12,1%	16,0%	10,4%	9,2%	9,3%	13,8%	16,5%	11,3%
Marża EBIT	11,5%	13,3%	6,8%	9,5%	8,8%	6,5%	3,1%	12,1%	7,4%	8,3%	8,3%	13,0%	10,3%	7,5%	9,3%
Marża netto	8,3%	10,6%	3,0%	-9,0%	6,5%	2,0%	0,1%	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%	8,5%	3,1%	3,3%	5,6%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wpływ COVID-19

W kwestii COVID-19 spółka zmaksymalizowała poziom dostępnej płynności finansowej przez maksymalne wykorzystanie kredytów odnawialnych (łącznie ponad 0,5 mld PLN). Segment sodowy i produkcja ŚOR bez większych zakłóceń (możliwy wpływ w Proplan). Wg. ESPI z 30.03.2020 spółka ograniczyła produkcję pianek o 30% w 13-stym tygodniu i 60% w 14-stym tygodniu (przełom marca/kwietnia). Vitrosilicon ograniczył produkcję o 10%.

Na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020) spółka dała dalszy update sytuacji. Wg. slajdu z perspektywami (nr. 18 z prezentacji) uległy one pogorszeniu w sodzie i soli (niskie wolumeny sprzedaży w związku z automotive), poprawiły się w piankach (w szczycie kryzysu spółka pracowała na 20% a pod koniec maja dochodziła do 100%) i pogorszyły w krzemianach (przebiegi producentów opon).

Perspektywy prezentacja 1Q'20 (28.05.2020)

Charakter kryzysu powoduje, że oszacowanie pełnych skutków pandemii jest wyzwaniem dla w

Poglądowa ocena sytuacji w danych biznesach CIECH*						
	Segment sodowy		Segment organiczny		Segment krzemiany	
	soda	sól	agro	pianki	żywnice	krzemiany
Popyt						
Główne rynki, sektory, ekspozycja branżowa	• Opakowania (spożywczy) • Detergenty • Budowlany • Automotive	• Spożywczy • Rolnictwo • Gospodarstwo domowe • Chemiczny		• Rolnictwo	• Świłtarz • Budowlano-przemysłowy	• Detergenty • Automotive • Papierne
Produkcja						
Surowce						
Logistyka						
Pracownicy						

Perspektywy prezentacja 4Q'19 (01.04.2020)

Poglądowa ocena sytuacji w danych biznesach CIECH*						
	Segment sodowy		Segment organiczny		Segment krzemiany	
	BU Soda	BU Sól	BU Agro	BU Pianki	BU Żywnice	BU Krzemiany
Popyt						
Główne rynki, sektory, ekspozycja branżowa	• Opakowania (spożywczy) • Detergenty • Budowlany • Automotive	• Spożywczy i rolnictwo • Gospodarstwo domowe • Przemysł chemiczny	• Rolnictwo	• Mobile i materiały	• Świłtarz • Budowlano-przemysłowy	• Detergenty • Automotive • Papierne
Produkcja						
Surowce						
Logistyka						
Pracownicy						

Ze względu na charakter kryzysu, pełne skutki pandemii i reakcji władz na jej wybuch są trudne do wiarygodnego oszacowania

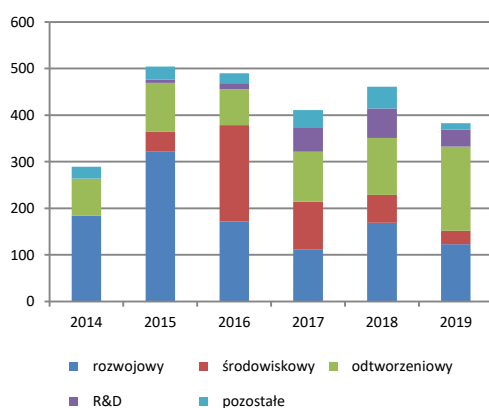
CAPEX

CAPEX 2015-2019

W latach 2015-2019 CAPEX grupy wyniósł 2,2 mld PLN, czyli ok. 450 mln PLN średniorocznie. Największe wydatki dotyczyły instalacji odsiarczania/odazotowania w Janikowie i Inowrocławiu (ok. 300 mln PLN- koniec 2018), programu rozwojowego w Inowrocławiu (wzrost mocy produkcyjnych o 200 tys. ton rocznie sody, 300 mln PLN- koniec 2016) czy w Vitrosilicon (szklisty krzemian sody pod kontrakt z Solvay, 70 mln PLN- koniec 2016). W 2018-2019 spółka realizowała inwestycje w zwiększenie zdolności produkcyjnych sody oczyszczonej w Niemczech o 50 tys. ton (ok. 100 mln PLN- inwestycja w fazie długiego rozruchu).

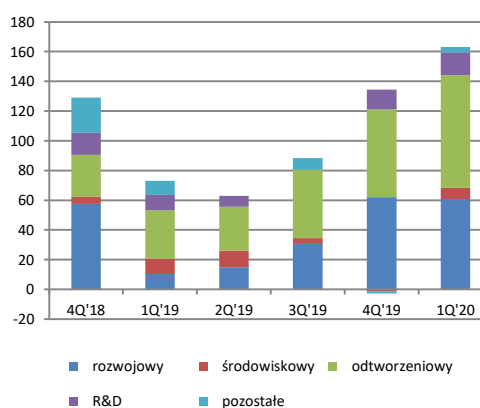
W prezentacjach wynikowych 2018-2019 spółka precyzuje, że w 2015-2019 na rozwój biznesu wydała blisko 900 mln PLN, a ponad 440 mln PLN to nakłady środowiskowe (gł. IOS w CSP), których w najbliższych latach nie będzie ponosić w tej skali. CAPEX czysto odtworzeniowy w tym okresie to blisko 600 mln PLN (ok. 120 mln PLN rocznie- w latach 2018-2019 zauważalny wzrost nakładów po wystąpieniu nieplanowanych wypadów produkcyjnych w CSP i SDC). Reszta dotyczy gł. R&D związanych z nakładami na rejestrację nowych substancji ŚOR (ma dać efekty po 2020 roku).

CAPEX w podziale 2014-2019 [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CAPEX w podziale 4Q'18-1Q'20 [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CAPEX 2020-2021

W 1Q'20 CAPEX rozwojowy wynosił ok. 60 mln PLN na ok. 160 mln PLN wydatków inwestycyjnych (aż >70 mln PLN wyniósł CAPEX odtworzeniowy). Spółka jest w trakcie realizacji:

- projektu soli warzonej w Niemczech (450 tys. ton, +75% wzrostu zdolności produkcyjnych ogółem soli, zaktualizowany budżet dn. 03.04.2020 to ok. 140 mln EUR przy poprzednio kalkulowanym 100 mln EUR);
- instalacji DCB w Inowrocławiu zwiększającej o 50 tys. ton zdolności sody kalcynowanej (+2,5% ogółem);
- sody oczyszczonej w Niemczech (w fazie długiego rozruchu po oddaniu instalacji w 1H'19);
- rezerwowe, gazowe źródła pary technologicznej w Janikowie i Inowrocławiu (+turbina e.e.), których łączny koszt ma sięgnąć 250-300 mln PLN (koniec 2022 rok);

Inwestycje w sól warzoną i sodę oczyszczoną zostały ogłoszone jeszcze w 2017 roku. Inwestycje w DCB i energetykę zostały oficjalnie przedstawione na konferencji po 1Q'19 za kadencji nowego zarządu.

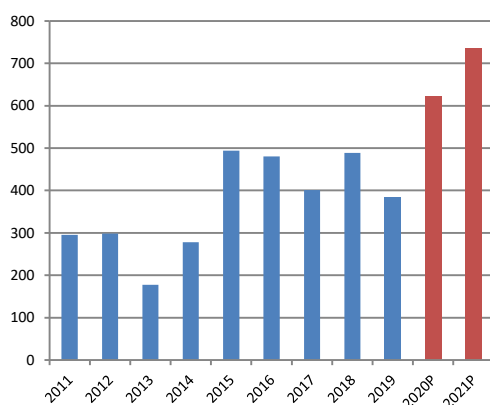
Kluczowe projekty inwestycyjne

	Sól warzona w SDC	DCB w CSP	Soda oczyszczona w SDC	Energetyka w CSP	RAZEM
Zdolności kT	450	50	50		550
Budżet MPLN	630	100	100	300	1 130
Wydano <2020 roku	53	50	100	0	203
Do wydania 2020-2021	577	50	0	300	927
Koniec					
spółka	2 020	2020	1H'19	2021	
BDM	2H'21	2020	2H'20	2021	
Oczekiwane efekty: docelowa roczna EBITDA MPLN					
spółka	113	?	?	0	113
BDM	75	16	22	0	114

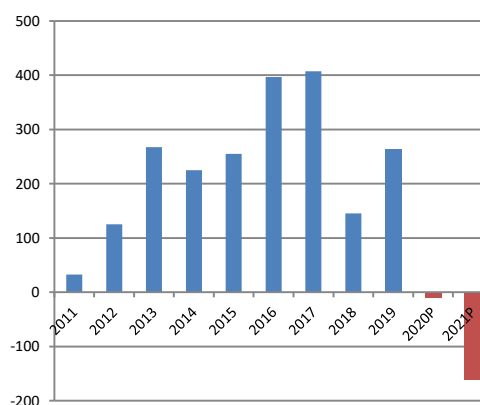
Źródło: DM BDM, spółka

Uwzględniając wszystkie projekty rozwojowe, odtworzeniowe czy R&D (rejestracje ŚOR) w latach 2020-2021 oczekujemy nakładów inwestycyjnych na poziomie 1,35 mld PLN, z czego ok. 620 mln PLN w 2020 (sygnalizowane opóźnienie projektu solnego) i >730 w 2021 roku (wzrost nakładów wynikający z aktualizacji budżetu solnego i przesunięć). Kalkulujemy w tym tylko ok. 80 mln PLN CAPEX'u odtworzeniowego rocznie (nie licząc energetyki), przy czym w ostatnich latach wynosił on średnio 120 mln PLN rocznie, a spółka wyraźnie zwiększyła nakłady w tym obszarze za kadencji obecnego zarządu.

Szacujemy, że projekty rozwojowe wygenerują docelowo >110 mln PLN EBITDA od 2023 roku (dojście projektu solnego 3 lata, sody oczyszczonej 2 lata, DCB 1 rok). Przy okazji aktualizacji budżetu największej inwestycji 03.04.2020 roku zarząd informował o docelowej EBITDA projektu ok. 25 mln EUR (>110 mln PLN). Tym samym nasze założenia traktujemy jako konserwatywne. Widzimy natomiast pole do wzrostu nakładów stricte odtworzeniowych/środowiskowych.

CAPEX 2011-2021P [mln PLN]

Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

EBITDA-CAPEX 2011-2021P [mln PLN]

Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

STRATEGIA

W listopadzie 2014 roku RN podjęła uchwałę zatwierdzającą przedstawioną przez Zarząd strategię spółki na lata 2014-2019. Kluczowe założenia zostały zrealizowane z nawiązką.

Dnia 05.12.2018 RN zatwierdziła przedstawioną przez zarząd strategię spółki na lata 2019-2020. Strategia przewiduje rozwój Grupy CIECH w kierunku budowy bardziej efektywnego i zdywersyfikowanego holdingu chemicznego, generującego pozytywną wartość dla akcjonariuszy.

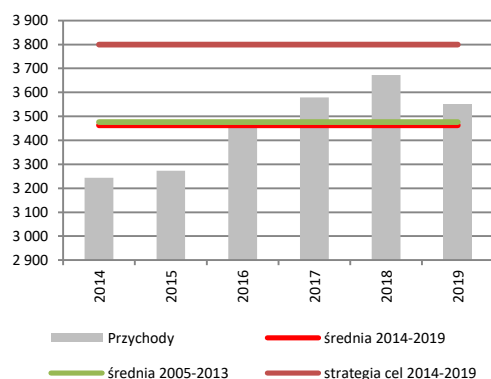
Strategia 2014-2019

Na lata 2014-2019 celem strategicznym była maksymalizacja wartości grupy głównie przez rozwój w segmencie sodowym. Strategia zakładała 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%.

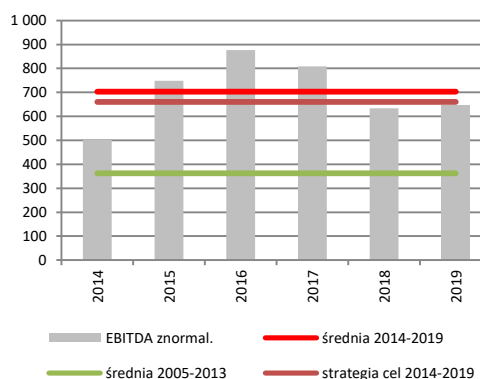
W latach 2014-2019 strategia została zrealizowana z nawiązką. Średnioroczna EBITDA w tym okresie wyniosła ok. 703 mln PLN, przychody 3,5 mld PLN (poniżej założeń), co dało marżę ponad 20%. DN/EBITDA na koniec 2019 wynosił 2,6x. Spółka wypłaciła w tym czasie >600 mln PLN dywidendy i dokonała przejęcia (Proplan) za 160 mln PLN (potencjał >20 mln PLN EBITDA).

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



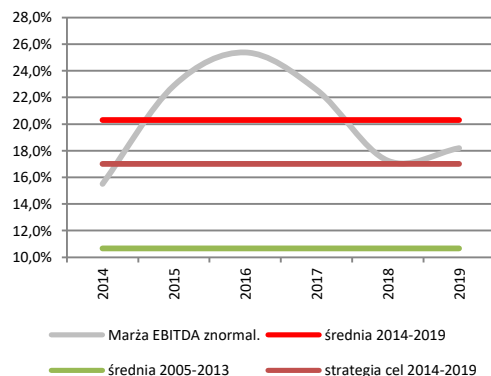
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



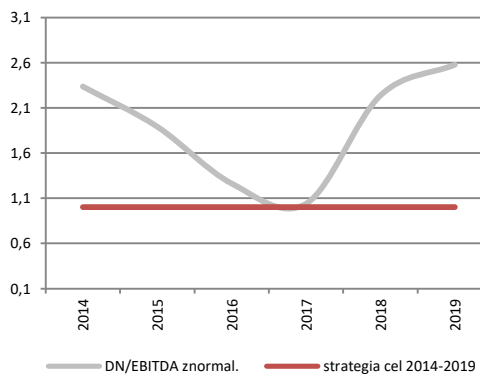
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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.

Strategia 2019-2021

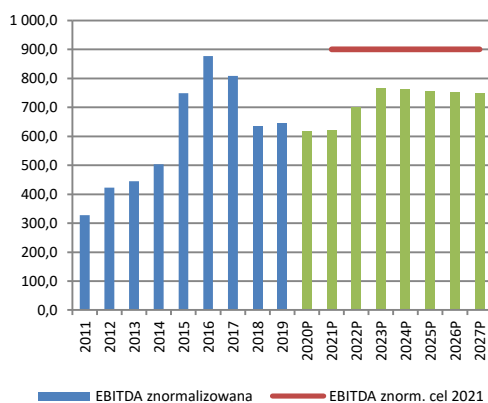
Dn. 05.12.2018 spółka opublikowała strategię na lata 2019-2021. Gł. cele finansowe w 2021 roku to:

- przychody ze sprzedaży >4 mld PLN;
- znormalizowana EBITDA >900 mln PLN;
- znormalizowana marża EBITDA >22%;

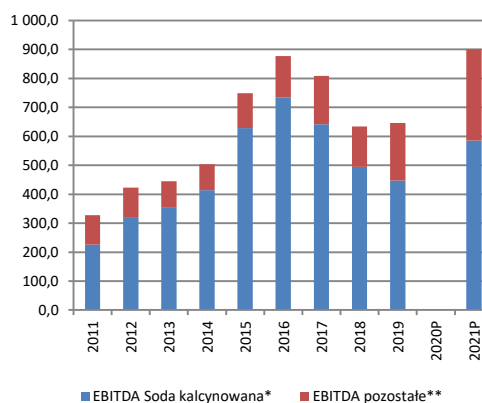
Gł. cele finansowe strategii vs historyczne wyniki i konsensus prognoz [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 174,5	4 378,0	3 501,0	3 243,9	3 273,0	3 455,3	3 579,4	3 672,7	3 548,9		4 000
EBITDA znorm.	328,0	423,0	445,0	503,0	749,0	876,8	808,1	633,5	645,7		900
Marża znorm.	7,9%	9,7%	12,7%	15,5%	22,9%	25,4%	22,6%	17,2%	18,2%		22%
EBITDA BDM									618,3	621,9	
EBITDA konsensus*									632,8	686,8	
EBITDA cel spółki											900
vs BDM										44,7%	
vs konsensus*										31,0%	

Źródło: BDM, spółka, *- Bloomberg

Znormalizowana EBITDA vs cel strategiczny [MPLN]

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Struktura EBITDA vs cel strategiczny [MPLN]

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. *- znorm. EBITDA s. sodowego po wyłączeniu biznesu solnego. **- łącznie z f. korporacyjnymi.

Główne cele finansowe są ok. 45% wyższe od naszych oczekiwań i 31% od konsensusu na poziomie EBITDA w 2021 (w swoich RA nigdy nie osiągnęliśmy poziomu 900 mln PLN EBITDA). Wskazujemy, że gł. kontynuatorem do EBITDA spółki w 2021 roku miał być projekt soli warzonej, o którym zarząd informował na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020), że jest opóźniony przez COVID-19. Szacujemy, że dotychczas spółka wydała na niego zaledwie ok. 110 mln PLN (do 1Q'20, w samym 1Q'20, gdzie wpływ pandemii był pomijalny tylko 60 mln PLN) z budżetu sięgającego 630 mln PLN (zaktualizowany ze 100 mln EUR do ok. 140 mln EUR ESPI z 03.04.2020).

Na konferencji po wynikach 1Q'20 (28.05.2020) zarząd sugerował, że dyskutował o zmianie celów strategicznych, ale z uwagi na dużą zmienność rynkową nie zdecydował się na nowe projekcje.

PROGRAM MOTYWACYJNY

W lutym'19 RN zatwierdziła trzyletni długoterminowy program motywacyjny na lata 2019-2021 dla kluczowej kadry menadżerskiej Grupy Ciech. Głównym kryterium uprawniającym do realizacji Planu będzie wypracowanie przez Grupę Ciech w latach 2019-21 wzrostu „wartości” na poziomie co najmniej 11% roku bazowego tj. 2018. Wypracowana Wartość zostanie policzona jako różnica wartości Ciech w 2021 rok a rokiem bazowym. „Wartość” będzie mierzona tzw. wskaźnikiem TSR (Total Shareholder Return) uwzględniającym między innymi:

- EBITDA znormalizowaną;
- założony mnożnik dla EBITDA znormalizowanej;
- skonsolidowane zadłużenie netto;
- wartość wypłaconych dywidend;
- wpływy/wypływy gotówki wynikające z emisji/umorzenia akcji;

W przypadku osiągnięcia „wartości” na poziomie minimum 11% roku bazowego utworzona zostanie pula premii w wysokości równej 12% „wartości”. Wypłata puli premiowej nastąpi w latach 2022-2024, w równej części w każdym roku.

Pula premii wynosi 12% ze zrealizowanego wzrostu wskaźnika TSR 2021 vs 2018, przy czym wzrost ten musi sięgnąć min. 11%- wówczas minimalna pula 26,8 mln PLN premii 2022-2024, wskaźnik TSR w decydującym stopniu zależy od przyjętego mnożnika EBITDA, którego nie znamy.

W 2Q'19 spółka zawiązała 10 mln PLN rezerwy na program motywacyjny. W 1Q'20 było to ok. 3,9 mln PLN. Obecnie realizacja programu motywacyjnego wydaje się nieosiągalna, przez co spółka powinna rozwiązywać rezerwy w 2021 roku, czego nie zakładamy.

Wskazujemy, że realizacji programu motywacyjnego wydaje się możliwa wtw, gdy spółka zrealizuje odległy cel 900 mln PLN znormalizowanej EBITDA w 2021 roku. Nasze projekcje są wyraźnie poniżej strategicznych celów spółki.

Założenia programu motywacyjnego vs BDM [MPLN]

	2018	2021P BDM	zmiana
EBITDA znorm.	633,5	621,9	-1,8%
mnożnik z dnia PM (26.02.19)*	7,3	6,0	
estymowany mnożnik EBITDA BDM przy bieżącym kursie**	5,2	5,9	
dług netto	1 464,1	1 812,2	23,8%
dywidendy cum ('19-'21)		0,0	
operacje kapitałowe cum			
TSR	3 162	1 919	-39,3%
TSR program motyw.			11%
Pula premii			0
Pula premii rocznie ('22-'24)			0

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. *- przy ówczesnym kursie akcji 60 PLN/akcje; **- (bieżąca MC +prognozowany dług netto)/EBITDA. Zarząd na konferencji po 4Q'18 informował, że wskaźnik przyjęty jest „na poziomie eksperckim”.

SKUP AKCJI WŁASNYCH

Dn. 21.05.2020 ZWZ spółki upoważniło zarząd do nabywania akcji własnych od jednego lub większej liczby akcjonariuszy spółki. Nabyte akcje mogą zostać:

- umorzone;
- odsprzedane;
- wykorzystane do nabycia bądź wymiany udziałów w innych spółkach;

Łączna liczba nabywanych akcji nie może przekroczyć 7,7 mln szt. (14,61% kapitału). Cena będzie przedziale 1-45 PLN/szt. Upoważnienie obejmuje okres 2 lat od uchwały ZWZ. Ewentualne odsprzedanie akcji własnych nie może być zrealizowane po cenie niższej niż nabycie.

Spółka utworzyła na ten cel kapitał rezerwowy w kwocie 346,5 mln PLN

Notowania Ciech w ostatnim roku- daily



ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2019-2021

Finalne wyniki za 2019 rok okazały się niższe od naszych oczekiwań z 07.06.2019 o ok. 10% na poziomie znormalizowanej EBITDA, co wynikało ze słabszego 2H'19, szczególnie 4Q'19 (brak efektów niskich kosztów surowcowych, hibernacja Govory we wrześniu'19- brak EBITDA i związane z tym dodatkowe koszty zatrzymania zakładu). Większy spadek raportowanych wyników to efekt odpisów na Govorze.

Nasze prognozy na lata 2020-2021 zostały obniżone o ok. 20% gł. wskutek hibernacji zakładu sodowego w Govorze (w poprzedniej rekomendacji EBITDA tego zakładu uwzględniona w naszych projekcjach to >15 mln PLN), dodatkowych kosztów utrzymania (w 1Q'20 spółka mówiła o ok. 16 mln PLN ujemnego wpływu na wynik, a w kolejnych kwartałach o kilku mln PLN kosztów kwartalnie). Na obniżenie wyników w kluczowym segmencie sodowym w 2020 roku wpływ miał też niższy wolumen sprzedaży (bez udziału Govory niższy o ok. 100 tys. ton, czyli 5,5% vs wcześniejsze oczekiwania) oraz obniżenie cen w 2021 roku (o 5% r/r, -2% vs wcześniejsze oczekiwania), co jest konsekwencją kryzysu pandemicznego i obniżenia zapotrzebowania na szkło płaskie gł. z branży automotive. Uwzględniliśmy z kolei przychody z programu wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych (odpowiednio 29 mln PLN przychodów w 2020 roku i 45 mln PLN w 2021 roku).

Największe relatywnie obniżenie prognoz dotyczy segmentu organicznego. Ostatnie kwartały to pasmo rozczarowań w tym obszarze gł. z uwagi na słabość biznesu ŚOR (zarówno Sarzyny jak i Proplan), co zarząd tłumaczył reorganizacją sprzedaży i spadkiem rynku w 2019 roku. Na niższy wynik wpływ ma również spadek wolumenów w żywicach i piankach, co wynika bezpośrednio z kryzysu pandemicznego.

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2019-2021 [mln PLN]

	2019			2020P			2021P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 771	3 621	-4%	3 863	3 234	-16%	4 067	3 494	-14%
segment sodowy	2 485	2 349	-5%	2 510	2 081	-17%	2 648	2 109	-20%
segment organiczny	932	922	-1%	993	850	-14%	1 056	1 063	1%
segment krzemiany	249	245	-2%	254	242	-5%	257	261	2%
Zysk brutto ze sprzedaży	997	782	-22%	998	856	-14%	1 075	1 053	-2%
segment sodowy	821	615	-25%	818	636	-22%	882	694	-21%
segment organiczny	233	171	-26%	200	94	-53%	217	187	-13%
segment krzemiany	40	61	54%	46	54	17%	46	58	24%
EBITDA znormalizowana	720	646	-10%	773	618	-20%	773	622	-20%
EBITDA	720	578	-20%	773	621	-20%	773	622	-20%
segment sodowy	600	488	-19%	634	585	-8%	621	523	-16%
segment organiczny	104	72	-32%	121	56	-53%	135	100	-26%
segment krzemiany	36	40	12%	32	27	-13%	33	37	10%
EBIT	412	268	-35%	425	299	-30%	395	255	-36%
segment sodowy	379	266	-30%	384	358	-7%	350	264	-24%
segment organiczny	63	29	-53%	74	13	-82%	84	50	-40%
segment krzemiany	16	20	27%	8	9	6%	8	15	94%
Zysk netto	282	118	-58%	289	181	-37%	265	159	-40%

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 07.06.2019

ZAŁOŻENIA NA LATA 2020-2029

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	2 272	2 095	1 795	1 881	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948
Polska	1 292	1 285	1 270	1 341	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378
Niemcy	540	535	525	540	570	570	570	570	570	570	570	570
Rumunia	440	275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Żywiec	22	19	19	25	28	32	32	32	32	32	32	32
Środki ochrony roślin	11	11	12	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Krzemiany	200	200	193	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	63	63	62	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	-0,8%	-7,8%	-14,3%	4,8%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	-0,6%	-0,5%	-1,2%	5,6%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niemcy	-2,0%	-0,9%	-1,9%	2,9%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumunia	0,0%	-37,5%	-100,0%									
Żywiec	-10,5%	-12,9%	-3,8%	32,0%	14,3%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Środki ochrony roślin	0,9%	-7,9%	17,1%	17,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krzemiany	16,6%	0,0%	-3,3%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	2,4%	0,0%	-2,4%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Soda kalcynowana [EUR/t]	224	239	244	232	236	243	243	243	243	243	243	243
Żywiec epoksydowe [EUR/t]	2 311	2 406	1 984	2 019	2 123	2 215	2 295	2 392	2 483	2 544	2 567	2 567
Żywiec poliestrowe [EUR/t]	1 815	1 695	1 276	1 299	1 366	1 425	1 476	1 539	1 597	1 637	1 652	1 652
Pianki PUR [EUR/t]	3 753	3 219	2 956	3 050	3 088	3 120	3 148	3 182	3 212	3 232	3 240	3 240
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	-2,0%	6,7%	2,0%	-5,0%	2,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec epoksydowe	15,3%	4,1%	-17,6%	1,8%	5,1%	4,3%	3,6%	4,2%	3,8%	2,5%	0,9%	0,0%
Żywiec poliestrowe	17,4%	-6,7%	-24,7%	1,8%	5,1%	4,3%	3,6%	4,2%	3,8%	2,5%	0,9%	0,0%
Pianki PUR	1,3%	-14,2%	-8,2%	3,2%	1,2%	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%	0,6%	0,2%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	294	312	353	317	302	302	302	302	302	302	302	302
Koks [USD/t]	394	323	251	288	288	288	288	288	288	288	288	288
Antracyt [USD/t]	139	131	129	130	130	130	130	130	130	130	130	131
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	71	64	40	42	44	47	49	51	53	54	55	55
Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh]	23	14	11	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 238	1 119	973	786	739	763	760	760	760	760	760	760
EPI [EUR/t]	1 628	1 701	1 387	1 411	1 484	1 548	1 604	1 673	1 736	1 778	1 795	1 795
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	16,4%	6,2%	13,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koks	29,8%	-17,9%	-22,3%	14,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antracyt	16,6%	-5,6%	-1,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%
Ropa naftowa	29,6%	-10,1%	-37,9%	4,6%	6,2%	5,5%	4,7%	4,2%	3,8%	2,5%	0,9%	0,0%
Gaz ziemny Niemcy	30,2%	-37,8%	-22,4%	63,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny PL	27,1%	-9,6%	-13,0%	-19,3%	-5,9%	3,2%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPI	34,0%	4,5%	-18,5%	1,8%	5,1%	4,3%	3,6%	4,2%	3,8%	2,5%	0,9%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EUR/PLN	4,27	4,30	4,42	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46
USD/PLN	3,64	3,84	3,95	3,88	3,84	3,80	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76	3,76
Zmiana r/r												
EUR/PLN	0,3%	0,6%	2,9%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-3,6%	5,4%	2,9%	-1,8%	-1,0%	-1,1%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	3 549,6	3 734,2	4 029,7	4 398,0	4 394,2	4 405,2	4 413,7	4 420,3	4 425,2	4 428,1	4 428,3	4 425,7
Wartości niematerialne i prawne	458,2	486,5	483,2	481,4	481,0	481,5	482,1	482,9	483,8	484,8	485,8	486,8
Rzeczowe aktywa trwałe	2 857,2	2 891,2	3 190,0	3 560,1	3 556,7	3 567,2	3 575,0	3 580,9	3 584,9	3 586,8	3 586,0	3 582,4
Aktywa obrotowe	1 272,6	1 312,3	1 664,2	1 193,2	1 386,3	1 389,0	1 337,9	1 293,2	1 266,5	1 247,3	1 278,3	1 316,0
Zapasy	438,5	455,7	412,1	448,6	483,7	507,0	510,5	514,6	518,4	521,5	523,5	524,8
Należności krótkoterminowe	611,3	538,9	487,3	530,5	572,0	599,5	603,7	608,5	613,1	616,7	619,0	620,6
Inwestycje krótkoterminowe	222,8	317,7	764,9	214,1	330,6	282,5	223,7	170,1	135,0	109,1	135,7	170,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	192,1	299,6	746,8	196,0	312,5	264,4	205,7	152,1	116,9	91,0	117,7	152,6
Aktywa razem	4 822,1	5 046,4	5 693,9	5 591,1	5 780,5	5 794,2	5 751,6	5 713,5	5 691,7	5 675,4	5 706,5	5 741,7
Kapitał (fundusz) własny	1 898,8	1 978,2	2 159,5	2 318,7	2 485,5	2 662,4	2 822,7	2 982,3	3 142,7	3 305,4	3 472,6	3 645,1
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	1 014,4	1 126,5	1 244,2	1 425,4	1 584,6	1 701,4	1 860,2	2 020,1	2 179,8	2 340,0	2 502,0	2 667,6
Zysk (strata) netto	112,0	117,7	181,3	159,2	166,9	226,9	228,4	228,1	228,8	231,4	236,6	243,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 923,0	3 069,2	3 535,7	3 273,8	3 296,3	3 133,1	2 930,2	2 732,5	2 550,3	2 371,2	2 235,2	2 097,8
Rezerwy na zobowiązania	339,7	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5
Zobowiązania długoterminowe	1 471,0	1 773,8	1 758,8	1 423,4	375,3	305,3	235,3	169,4	119,4	74,2	74,2	74,2
-oprocentowane	1 340,7	1 583,8	1 588,8	1 273,4	245,2	195,2	145,2	95,2	45,2	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 112,3	1 006,8	1 488,3	1 561,8	2 632,4	2 539,3	2 406,4	2 274,5	2 142,4	2 008,5	1 872,5	1 735,1
-oprocentowane	291,9	61,6	658,9	658,9	1 658,9	1 518,9	1 378,9	1 238,9	1 098,9	958,9	818,9	678,9
Pasywa razem	4 822,1	5 046,4	5 693,9	5 591,1	5 780,5	5 794,2	5 751,6	5 713,5	5 691,7	5 675,4	5 706,5	5 741,7

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży	3 672,7	3 548,9	3 209,1	3 493,6	3 767,0	3 948,1	3 975,6	4 007,2	4 037,5	4 061,3	4 076,7	4 086,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 909,2	2 767,2	2 353,1	2 441,0	2 596,1	2 689,2	2 714,6	2 745,8	2 774,8	2 795,9	2 806,8	2 811,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	763,4	781,7	856,1	1 052,6	1 171,0	1 258,9	1 261,0	1 261,4	1 262,8	1 265,5	1 269,9	1 275,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	416,7	452,8	504,7	652,1	682,5	704,1	711,2	718,7	726,2	733,2	739,5	745,3
Zysk (strata) na sprzedaży	346,7	328,9	351,4	400,5	488,5	554,8	549,8	542,7	536,6	532,3	530,4	529,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	32,5	-61,4	-52,9	-145,9	-190,8	-190,8	-190,8	-190,8	-190,8	-190,8	-190,8	-190,8
EBITDA	654,3	578,0	621,1	621,9	699,1	765,8	762,3	756,3	750,9	747,0	745,3	744,4
EBIT	379,2	267,5	298,6	254,6	297,6	363,9	359,0	351,9	345,7	341,4	339,6	339,0
Saldo działalności finansowej	-74,7	-85,1	-53,0	-53,5	-86,8	-77,1	-70,3	-63,5	-56,4	-48,9	-40,5	-31,2
Zysk (strata) brutto	305,0	183,5	245,9	201,5	211,2	287,2	289,1	288,7	289,7	292,9	299,5	308,2
Zysk (strata) netto	112,0	117,7	181,3	159,2	166,9	226,9	228,4	228,1	228,8	231,4	236,6	243,5

CF [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	453,9	531,9	495,9	506,8	555,4	616,9	624,8	627,2	630,1	634,2	639,6	645,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-626,7	-407,3	-603,0	-722,2	-390,8	-405,0	-405,5	-406,4	-406,9	-406,1	-403,6	-399,6
Przepływy z działalności finansowej	-125,1	-17,2	554,2	-335,4	-48,1	-260,1	-278,1	-274,4	-258,4	-253,9	-209,4	-211,0
Przepływy pieniężne netto	-297,8	107,3	447,2	-550,8	116,5	-48,1	-58,7	-53,6	-35,2	-25,8	26,6	34,9
Środki pieniężne na początek okresu	489,8	192,1	299,6	746,8	196,0	312,5	264,4	205,7	152,1	116,9	91,0	117,7
Środki pieniężne na koniec okresu	192,1	299,6	746,8	196,0	312,5	264,4	205,7	152,1	116,9	91,0	117,7	152,6

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-3%	-10%	9%	8%	5%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-12%	7%	0%	12%	10%	0%	-1%	-1%	-1%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	-29%	12%	-15%	17%	22%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	5%	54%	-12%	5%	36%	1%	0%	0%	1%	2%	3%
Marża brutto na sprzedaży	22%	27%	30%	31%	32%	32%	31%	31%	31%	31%	31%
Marża EBITDA	16%	19%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	18%	18%	18%
Marża EBIT	8%	9%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%
Marża brutto	5%	8%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%
Marża netto	3%	6%	5%	4%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
COGS / przychody	78%	73%	70%	69%	68%	68%	69%	69%	69%	69%	69%
SG&A / przychody	13%	16%	19%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
SG&A / COGS	16%	21%	27%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	27%
ROE	6%	8%	7%	7%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	7%
ROA	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Dług	1 789,3	2 343,6	2 008,2	1 960,0	1 750,0	1 540,0	1 334,2	1 144,2	958,9	818,9	678,9
D / (D+E)	33%	39%	35%	33%	30%	26%	23%	20%	17%	14%	12%
D / E	50%	65%	53%	49%	42%	36%	30%	25%	20%	17%	13%
Odsetki / EBIT	-32%	-18%	-21%	-29%	-21%	-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-9%
Dług / kapitał własny	90%	109%	87%	79%	66%	55%	45%	36%	29%	24%	19%
Dług netto	1 489,8	1 596,8	1 812,2	1 647,5	1 485,6	1 334,4	1 182,1	1 027,3	867,9	701,2	526,4
Dług netto / kapitał własny	75%	74%	78%	66%	56%	47%	40%	33%	26%	20%	14%
Dług netto / EBITDA	2,6	2,6	2,9	2,4	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2	0,9	0,7
Dług netto / EBIT	557%	535%	712%	554%	408%	372%	336%	297%	254%	207%	155%
EV	3 329,0	3 436,0	3 651,4	3 486,7	3 324,9	3 173,6	3 021,3	2 866,5	2 707,1	2 540,5	2 365,6
Dług / EV	54%	68%	55%	56%	53%	49%	44%	40%	35%	32%	29%
CAPEX / Przychody	10%	19%	21%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
CAPEX / Amortyzacja	113%	192%	200%	99%	103%	102%	102%	101%	101%	100%	99%
Amortyzacja / Przychody	8%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Zmiana KO / Przychody	-3%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	93%	23%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	15,6	10,1	11,6	11,0	8,1	8,1	8,1	8,0	7,9	7,8	7,6
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/CE*	4,3	3,7	3,5	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8
EV/EBITDA*	5,8	5,5	5,9	5,0	4,3	4,2	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
EV/EBIT*	12,4	11,5	14,3	11,7	9,1	8,8	8,6	8,3	7,9	7,5	7,0
EV/S*	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
BVPS	37,5	41,0	44,0	47,1	50,5	53,5	56,6	59,6	62,7	65,9	69,1
EPS	2,2	3,4	3,0	3,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5	4,6
CEPS	8,1	9,6	10,0	10,8	11,9	12,0	12,0	12,0	12,1	12,2	12,3
FCFPS	0,1	-3,3	4,4	5,1	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 34,9 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	32,3	Akumuluj	46,7	10.06.2020	08:00 CEST	34,9	51 289,5
Akumuluj	46,7	Kupuj	61,1	07.06.2019	12:20 CEST	41,5	58 614,6
Kupuj	61,1	Kupuj	64,5	11.12.2018	8:16 CEST	45,5	57 385,1
Kupuj	64,5	Kupuj	61,1*	24.08.2018	10:22 CEST	52,6	59 965,6
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 2Q'20*:			, 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	19%	2	67%
Akumuluj	2	13%	0	0%
Trzymaj	2	13%	0	0%
Redukuj	7	44%	1	33%
Sprzedaj	2	13%	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 otrzymują 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 jakkolwiek 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 wahanom 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 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek 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 10.06.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.06.2020 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 wycytane 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 nietrafne. 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 09.06.2020 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 art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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 jakiejkolwiek 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 zaistnieć 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.