



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 46,7 PLN

7 CZERWIEC 2019, 12:20 CEST

Wyniki finansowe za 4Q'18-1Q'19 okazały się nieco słabsze od naszych oczekiwań z grudnia'18 (EBITDA skoryg. -6%). Spółka nie wykorzystała swojego potencjału przez słaby wolumen sprzedaży sody kalcynowanej (-4% r/r w 1Q'19). Zwracamy jednak uwagę na odbudowę zapasów w 1Q'19 (stabilna produkcja) i wysokie zrealizowane ceny produktu (+8% r/r, 80% sprzedaży w kontraktach rocznych). Wraz z tańszymi surowcami od 2Q'19 (gaz i koks) powinno to prowadzić do odbudowy wyników finansowych. W rezultacie obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki do AKUMULUJ z ceną docelową 46,7 PLN/akcję. Zmiana wyceny wynika gł. z wyższych kosztów emisji CO₂, wzrostu CAPEX w '19-'21 (o ok. 400 mln PLN) i zobowiązań podatkowych.

W 1Q'19 zrealizowane ceny sody kalcynowanej wzrosły o ok. 8% r/r (+17 EUR/t) wobec benchmarku ok. +6,7% r/r (+15 EUR/t, IHS). Spółka większość wolumenów (ok. 80%-bez Govory) sprzedaje w kontraktach rocznych. Daje to ok. 160 mln PLN pozytywnego wpływu na marżę ceteris paribus.

W 1Q'19 spółka rozczarowała przede wszystkim niskim wolumenem sprzedaży (-23 mln PLN negatywnego efektu na marżę). Zarząd na konferencji po wynikach tłumaczył to odbudową zapasów. W 2018 roku spółka miała wiele planowanych i nieplanowanych wypadów produkcyjnych.

W marcu'19 zarząd poinformował o zmniejszonej o 20% (ok. 2% rocznej sprzedaży GK Ciech) produkcji w Govorze (ograniczenia w dostępności pary technologicznej). Z uwagi na niską kontrybucję rumuńskiej fabryki do wyników grupy będzie to miało ograniczony wpływ na marżę.

Od września'18 obserwujemy spadek cen gazu (z ok. 30 do 11-12 EUR/MWh), który w latach 2017-2018 negatywnie wpływał na marżę w segmencie sodowym. Zauważalny jest również spadek kosztów koksu (-10% r/r w 2Q'19).

Obecnie spółka realizuje inwestycję w zwiększenie mocy produkcyjnych sody oczyszczonej i soli warzonej w Niemczech. Mniejsza instalacja jest już praktycznie skończona i powinna dawać pozytywne efekty w 2H'19. W przypadku soli warzonej inwestycja wchodzi w decydującą fazę budowy. Obydwa projekty docelowo (2021/2022) powinny przyczynić się do co najmniej 70 mln PLN EBITDA.

Na konferencji po wynikach 1Q'19 zarząd przedstawił więcej szczegółów ws. programu inwestycyjnego na najbliższe 3 lata. Wśród nowych inwestycji wymieniał rezerwowe, gazowe źródła pary technologicznej w CSP i instalację DCB w Inowrocławiu, która podniesie zdolności produkcyjne sody kalcynowanej i obniży koszt produkcji sody oczyszczonej. Łączny koszt nowych inwestycji to 350-400 mln PLN o potencjale EBITDA ok. 15 mln PLN rocznie.

W 1H'19 obserwowaliśmy dalszy wzrost kosztów emisji CO₂ z ok. 20 EUR/t do 25 EUR/t, co znalazło odzwierciedlenie w naszych długoterminowych prognozach finansowych i wycenie spółki (ok. -5 PLN/akcję). Nie uwzględniamy przy tym żadnych skutków procedowanej ustawy o wsparciu dla przedsiębiorstw energochłonnych (projekt MPiT z 28.02.2019), którego spółka byłaby istotnym beneficjentem.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	3 455,3	3 579,4	3 672,7	3 746,2	3 863,3	4 066,5
EBITDA [mln PLN]	883,8	832,7	654,3	720,4	773,0	773,3
EBITDA skoryg. [mln PLN]	876,8	808,1	633,5	720,4	773,0	773,3
EBIT [mln PLN]	660,3	588,8	379,2	412,0	425,4	394,9
Wynik netto [mln PLN]	593,5	393,4	183,0	281,6	288,8	262,8
P/BV	1,2	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8
P/E	3,7	5,6	11,9	7,8	7,6	8,3
EV/EBITDA	3,7	3,7	5,6	5,4	5,0	4,9
EV/EBIT	5,0	5,2	9,6	9,4	9,1	9,6
DPS	2,9	0,0	7,5	0,0	0,0	1,2
DY	6,9%	0,0%	18,1%	0,0%	0,0%	3,0%

Wycena DCF [PLN]	44,8
Wycena porównawcza [PLN]	54,4
Wycena końcowa [PLN]	46,7
Potencjał do wzrostu / spadku	12,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	41,5
Kapitalizacja [mln PLN]	2 187,0
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	60,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	41,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-29,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8,6%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
NN OFE	7,4%
Pozostali	41,5%

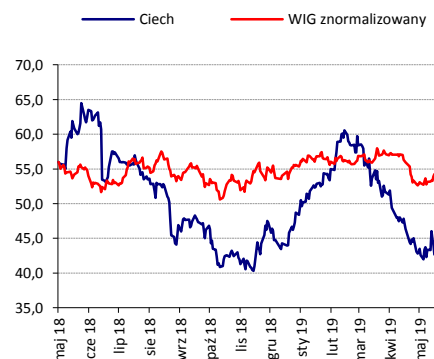
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYSOKIE ZREALIZOWANE CENY SODY KALCYNOWANEJ W 2019 ROKU	3
SPADKI CEN SUROWCÓW	4
WEJŚCIE NA WZROSTOWĄ ŚCIEŻKĘ WYNIKÓW	4
UTRZYMANIE PROGNOZ I KONSENSUSU 2019-2021	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY 2019 ROKU.....	12
WYNIKI SOLVAY ZA 1Q'19	13
PERSPEKTYWY 2019	13
CAPEX I M&A.....	15
CAPEX 2015-2018	15
CAPEX 2019-2021	15
M&A- PRZEJĘCIE PROPLAN	16
STRATEGIA.....	17
STRATEGIA 2014-2019	17
STRATEGIA 2019-2021	18
PROGRAM MOTYWACYJNY	19
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2019-2021	20
ZAŁOŻENIA NA LATA 2019-2028	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 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 44,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 54,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (bez zmian). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 46,7 PLN.**

Podsumowanie wyceny

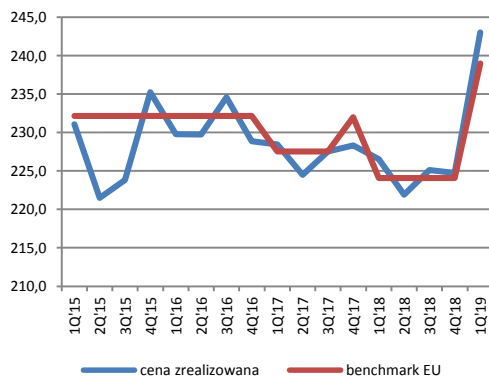
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	44,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	54,4
Wycena spółki [PLN]		46,7

Źródło: BDM S.A.

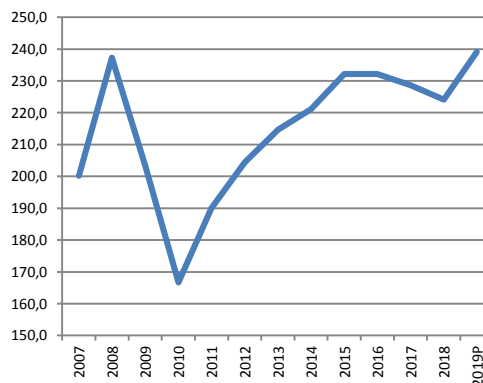
Wysokie zrealizowane ceny sody kalcynowanej w 2019 roku

W 1Q'19 zrealizowane ceny sody kalcynowanej wzrosły o ok. 8% r/r (+17 EUR/t) wobec benchmarku ok. +6,7% r/r (+15 EUR/t, IHS). Spółka większość wolumenów (ok. 80%- bez Govory) sprzedaje w kontraktach rocznych. Daje to ok. 160 mln PLN pozytywnego wpływu na marżę ceteris paribus.

Ceny sody kalcynowanej [EUR/t]



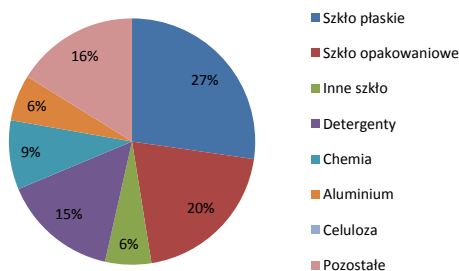
Ceny sody kalcynowanej 2007-2019P w Europie [EUR/t]



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

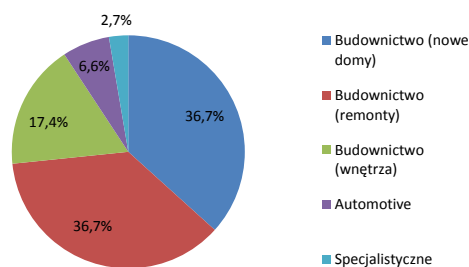
Ok. 50% globalnego zastosowania sody kalcynowanej to szkło, w tym ok. połowa (27% całości) to koniunkturalny segment szkła płaskiego. Zwracamy jednak uwagę, że nowe domy i automotive to ok. 43% zastosowania w tej kategorii (ok. 12% całości). Reszta ma charakter odtworzeniowy/remontowy.

Globalne wykorzystanie sody kalcynowanej 2018



Źródło: BDM S.A., Soda Sanayii

Odbiorcy szkła płaskiego



Źródło: BDM S.A., Pilkington (NSG)

Spadki cen surowców

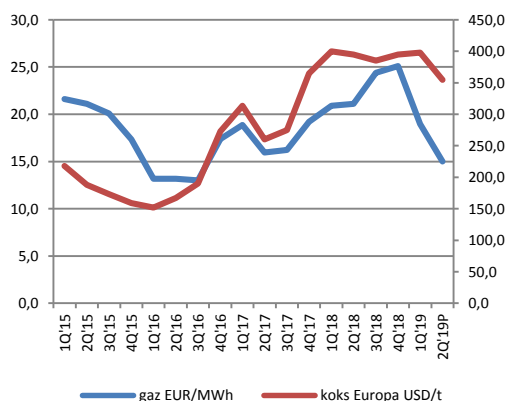
Od września'18 obserwujemy spadek cen gazu (z ok. 30 do 11-12 EUR/MWh), który w latach 2017-2018 negatywnie wpływał na marże w segmencie sodowym (gazowa EC w Strassfurcie zużywa rocznie ok. 2 TWh gazu). W 1Q'19 ceny spadły do średnio 19 EUR/MWh vs 21 EUR/MWh rok temu. Obecnie notowane są na poziomie 11-12 EUR/MWh (średnia 2Q'19 ok. 15 EUR/MWh) wobec 21 EUR/MWh przed rokiem.

Rocznie spółka zużywa ok. 220 tys. ton koksu (do 50% możliwość zamiany na antracyt). Ceny koksu w Europie rosły w latach 2016-2018 negatywnie wpływając na marże (spółka zamieniała część droższego koksu na antracyt). W 2Q'19 obserwowany jest ok. 10% r/r spadek cen koksu.

Rocznie spółka zużywa ok. 900 tys. ton węgla energetycznego w elektrociepłowniach w Janikowie i Inowrocławiu. W listopadzie'17 informowała o podpisaniu umowy z PGG na 250-300 tys. ton węgla z roczną indeksacją cen (wartość umowy 340 mln PLN skalkulowana po cenie 247 PLN/t czyli blisko ówczesnego PSCMI). Na połowę wolumenu (ok. 450 tys. ton) obowiązuje długoterminowa umowa zawierana prawdopodobnie w korzystnym otoczeniu 2015/2016 (ówczesne PSCMI1 ok. 202 PLN/t). Kontrakt ten, wg informacji przekazywanych przez spółkę, kończy się w 2019 roku. Tym samym nie oczekujemy spadku kosztów węgla energetycznego w 2020 roku. Przy obserwowanej przecenie ARA (z ok. 100 USD w styczniu'19 do <60 USD/t obecni) przyjmujemy spadek cen węgla w 2021-2022, co będzie korzystnie wpływać na marże w kluczowym segmencie sodowym.

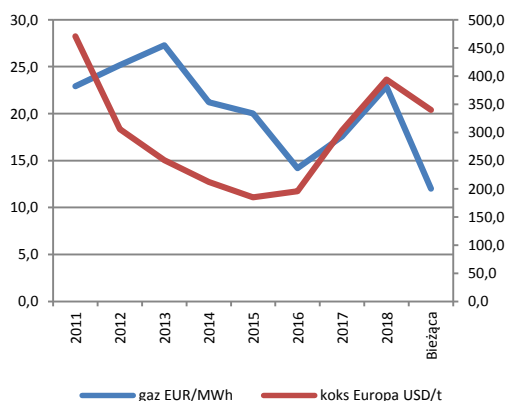
W Górze spółka kupuje niezbędną parę technologiczną z zewnątrz (wieloletnia umowa z CET do 2026 roku), a indeksacja cen jest dwuletnia. Z początkiem kwietnia'19 spółka poinformowała o ustaleniu cen do końca 2020 roku. Jednostkowy wzrost kosztów to ok. 57% r/r (+60 mln PLN mimo zmniejszonych o 20% wolumenów sprzedaży poza okresem grzewczym, o czym spółka informowała w marcu'19).

Ceny gazu (LS) [EUR/MWh] i koksu (PS) [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, JSW

Ceny gazu (LS) [EUR/MWh] i koksu (PS) [USD/t]

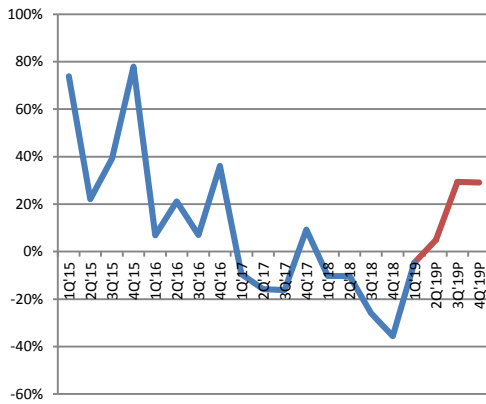


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, JSW

Wejście na wzrostową ścieżkę wyników

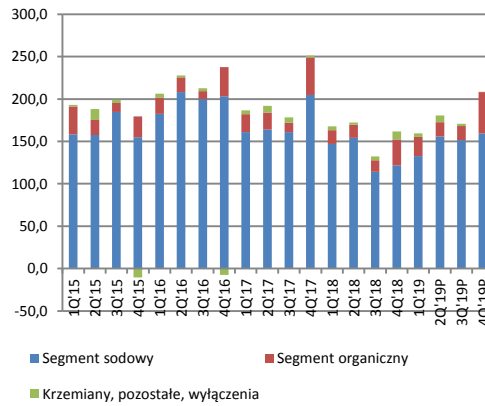
W 2Q'19 spółka powinna wejść na wzrostową ścieżkę wyników finansowych po 5-kwartalach z rzędu ujemnej dynamiki. Pozytywnie na wyniki powinny wpływać wysokie zrealizowane ceny sody kalcynowanej i spadki cen gazu/koksu neutralizujące wzrosty kosztów CO₂ i pary technologicznej w Rumunii. W 2Q'19 liczymy na przynajmniej 5% dynamikę wzrostu skorygowanej EBITDA i są to projekcje nieco wyższe niż w naszym ostatnim RA z grudnia'18.

Dynamika znormalizowanej EBITDA [% r/r]



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

Struktura znormalizowanej EBITDA [% r/r]

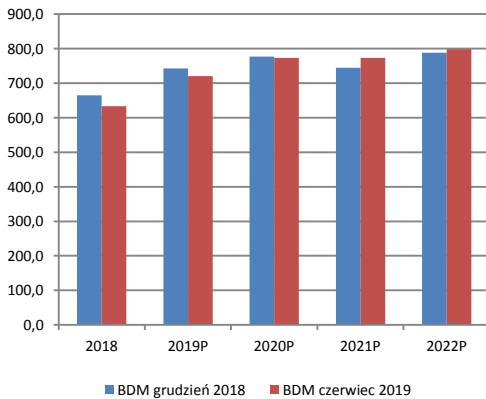


Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

Utrzymanie prognoz i konsensusu 2019-2021

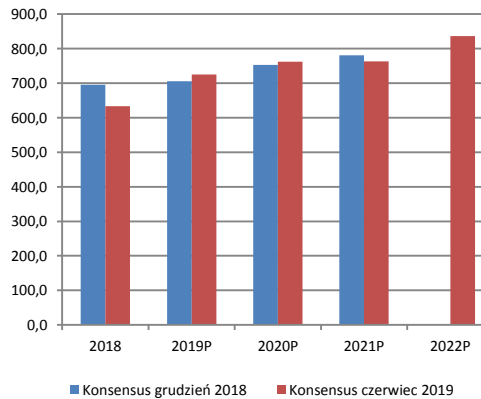
Nasze projekcje na 2019-2020 są zbieżne z założeniami jakie prezentowaliśmy w ostatnim RA z grudnia'18. Podwyższyliśmy nieco prognozy w 2021-2022, gł. w Sodzie (efekt niższych od oczekiwań surowców i lepszych cen sody).

Prognozy BDM (EBITDA znorm. 12.18 vs 06.19, mln PLN)



Źródło: BDM S.A. spółka

Konsensus (EBITDA znorm. 12.18 vs 06.19, mln PLN)



Źródło: BDM S.A. spółka, Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ 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/t w '17 do 25 EUR/t. Przy naszych projekcjach 25 EUR/t (poprzednio 20 EUR/t) wygeneruje to koszty rzędu 120 mln PLN rocznie do 2020 roku (27 mln PLN w '17 i 77 mln PLN w '18).

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 220 mln PLN rocznie.

▪ Ryzyko niższych wolumenów produkcji/sprzedaży

W 2018 roku spółka doświadczyła wielu planowanych i nieplanowanych wypadów produkcyjnych. Rozczarowała także w 1Q'19. Niewykluczone są kolejne zaburzenia po stronie produkcji przez relatywnie przestarzały i niedoinwestowany majątek produkcyjny.

▪ Ryzyko pogorszenia koniunktury gospodarczej

Chemia jest branżą cykliczną (wrażliwą na zmiany koniunktury gospodarczej), wobec czego zdecydowany spadek popytu w szczególności w budownictwie i przemyśle motoryzacyjnym może przyczynić się do spadku przychodów i marż w segmencie sodowym i organicznym. Soda kalcynowana nie jest jednak typowym surowcem (brak korelacji) i reaguje z opóźnieniem na zawirowania koniunktury (długoterminowe kontrakty).

▪ Ryzyko 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 Czarnego) z 2 mln ton do 4,5 mln ton do 2016 roku. Projekt uległ przesunięciu. Oficjalne uruchomienie kopalni miało miejsce we wrześniu'17 a wszystkie linie zostały uruchomione w połowie 2018 roku.

▪ Ryzyko umocnienia złotych

Ciech jest eksporterem (głównie soda kalcynowana, żywice epoksydowe). Szacujemy, że spółka posiada długą pozycję wynikową w EUR na poziomie ok. 150 mln EUR wobec czego umocnienie PLN o 0,1 PLN ujemnie wpływa na EBIT w wysokości ok. 15 mln PLN. Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą futures (długoterminowo 4,43 EUR/PLN).

▪ Ryzyko korporacyjne zw. z prywatyzacją spółki

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

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 2018 roku zadłużenie netto kształtowało się wciąż na poziomie 1,4-1,5 mld PLN. W 2018 roku zadłużenie wzrosło o ok. 600 mln PLN r/r w związku wypłatą blisko 400 mln PLN dywidendy i przejęciem Proplan (160 mln PLN). Wzrost zadłużenia w 1Q'19 (+255 mln PLN) wynikał z MSSF16 (+119 mln PLN) i zmian w kapitale obrotowym.

▪ 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.

▪ Ryzyko roszczeń podatkowych

W kwietniu'18 wszczęto kontrolę podatkową wobec Ciech SA (za CIT 2012 rok), a w grudniu'18 spółka otrzymała decyzję UCS o zapłatę 43,7 mln PLN wraz z 23,5 mln PLN odsetek. W związku z tym spółka utworzyła 67,2 mln PLN rezerwy w ciężar 2018 roku (wymagalna zapłata w kwietniu'19 to 68,3 mln PLN z odsetkami). Ponadto w SDC trwa kontrola CIT za lata 2006-2015, którego ryzyka spółka nie jest w stanie skwantyfikować.

W polskich spółkach trwają jeszcze kontrole za 2013, 2015 i 2016 rok, których łączne ryzyko spółka kwantyfikuje na 24,3 mln PLN dodatkowego podatku CIT (RB 06.06.19). Dodatkowo trwające kontrole VAT w polskich spółkach mogą się zakończyć zapłatą dodatkowego podatku (odsetek), które szacujemy na ok. 28,2 mln PLN.

W marcu'19 Ciech Sarzyna otrzymała pozew wzajemny od OOO GK ZEMLYAKOFF o zapłatę 7,56 mln USD za nienależyte wykonanie umowy.

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

Spółka zrealizowała wysokie ceny sody kalcynowanej w 1Q'19 (ok. 8% r/r, ok. 17 EUR/t) czyli nieco powyżej benchmarku IHS (+6,7% r/r, +15 EUR/t). Daje to ok. 160 mln PLN pozytywnego wpływu na marżę ceteris paribus. Poprzednio przyjmowaliśmy wzrost cen o 5% r/r.

Globalny bilans popyt-podaż na rynku sody ma być napięty w 2019-2020 (ok. 1 mln ton wzrostu popytu vs brak istotnych projektów inwestycyjnych), co sprzyja podwyżkom cen.

W 2020 roku przyjmujemy 2% r/r spadek cen wobec stabilizacji wcześniej z uwagi na silniejszy spadek kluczowych surowców: węgla i gazu.

▪ Wolumeny:

Spółka nie zrealizowała naszych założeń wolumenowej sprzedaży w 2018 roku. Również 1Q'19 był pod tym względem rozczarowujący (-4% r/r), co spółka tłumaczyła odbudowaniem zapasów (stabilna produkcja). Dodatkowo, spółka w marcu'19 informowała o obniżeniu dostaw pary technologicznej do Govory w okresie od 15 maja do rozpoczęcia nowego okresu grzewczego (szacujemy utratę ok. 38 tys. ton przez 5 miesięcy). Liczymy, że część nadrobiją polskie i niemieckie zakłady, gdzie w 2018 roku spółka doświadczyła wielu planowanych i nieplanowanych wypadów produkcyjnych. Niemniej liczymy się ze spadkiem całościowej sprzedaży o 10-20 tys. ton (-1% r/r).

W latach 2020-2021 oczekujemy wzrostów wolumenowej sprzedaży na poziomie ok. 40 tys. ton rocznie, czemu ma sprzyjać m.in. instalacja DCB w Inowrocławiu (+50 tys. ton od 2021 roku).

W latach 2019-2020 nowe fabryki szkła płaskiego w Polsce (Euroglass od 2Q'19 i Guardian od 1Q'20) zwiększą zapotrzebowanie na sodę kalcynowaną o ok. 130 tys. ton.

Od 2Q'19 oczekujemy większych wolumenów sprzedaży sody oczyszczonej (inwestycja z potencjałem 50 tys. ton rocznie). Od 2021 roku przyjmujemy wzrost wolumenów z nowej inwestycji w sól warzoną w Niemczech (ok. 270 tys. ton, docelowo 450 tys. ton). Szacujemy, że projekty te, o łącznej wartości >500 mln PLN, mają potencjał wygenerowania dodatkowo 70 mln PLN EBITDA (wraz z DCB 85 mln PLN EBITDA).

▪ Surowce

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców. Ceny szczególnie gazu zostały obniżone vs poprzednie projekcje, szczególnie na 2019 rok. Obserwujemy również spadek cen koksu od 2Q'19 (z blisko 400 USD/t do 340 USD/t) czy węgla w portach ARA (powinno się przełożyć na koszty zakupu od 2021 roku). Krzywa kosztów surowcowych pozostała spadkowa w długim terminie, co będzie pozytywnie wpływać na wyniki spółki.

▪ Ceny praw do emisji

Założenia dla cen CO₂ zostały podwyższone z 20 EUR/t do 25 EUR/t w długim terminie, co negatywnie wpłynęło na prognozy wyników i wycenę spółki (ok. 5 PLN/akcję spadku wyceny). Po 2020 roku oczekujemy zmniejszenia liczby bezpłatnych praw emisyjnych z ok. 60% (2013-2020) do ok. 30% (2020-2030)- bez zmian.

W prognozach nie uwzględniamy potencjalnego, pozytywnego wpływu ustawy o wsparciu branży energochłonnej (projekt MPiT z 28.02.2019). Wg wzoru z załącznika projektu spółka mogłaby być istotnym beneficjentem tego programu z rocznym budżetem ok. 1,3 mld PLN.

▪ Zatrudnienie

Przyjmujemy 95-osobowy spadek załogi pracowniczej w związku ze zwolnieniami ogłoszonymi w Govorze (RB z marca'19). To ok. 16% pracowników Govory i 2,5% grupy Ciech. Redukcja załogi ma pozytywny wpływ na wyniki 2020 roku (ok. 4 mln PLN rocznie).

- **CAPEX**

CAPEX został opisany w osobnym rozdziale. W okresie strategii 2019-2021 oczekujemy ok. 1,72 mld PLN nakładów wobec 1,315 mld PLN poprzednio. Zmiana wynika gł. z inwestycji ogłoszonych w maju '19 (energetyka 250-300 mln PLN i DCB <100 mln PLN).

- **Dywidenda**

W 2018 roku zarząd zaproponował 5,7 PLN/akcję dywidendy, a ostatecznie WZA uchwaliło wypłatę 7,5 PLN/akcję dywidendy czyli blisko 400 mln PLN (jednostkowy zysku netto za '17 wyniósł 244 mln PLN a skonsolidowany 393 mln PLN).

Rekomendacja zarządu co do wypłaty dywidendy za rok 2018 nie zakłada dywidendy. Przyjmowaliśmy, że dywidenda wyniesie ok. 3% kapitalizacji, ale wobec wzrostu nakładów inwestycyjnych o 400 mln PLN nie oczekujemy wypłaty w latach 2019-2020.

- **Podatki**

W kwietniu '18 wszczęto kontrolę podatkową wobec Ciech SA (za CIT 2012 rok), a w grudniu '18 spółka otrzymała decyzję UCS o zapłatę 43,7 mln PLN wraz z 23,5 mln PLN odsetek. W związku z tym spółka utworzyła 67,2 mln PLN rezerwy w ciężar 2018 roku (wymagalna zapłata w kwietniu '19 to 68,3 mln PLN z odsetkami)- uwzględnione w przepływach i DCF.

W polskich spółkach trwają jeszcze kontrole za 2013, 2015 i 2016 rok, których łączne ryzyko spółka kwantyfikuje na 24,3 mln PLN dodatkowego podatku CIT (RB z 06.06.2019). Dodatkowo trwające kontrole VAT w polskich spółkach mogą się zakończyć zapłatą dodatkowego podatku (odsetek), które szacujemy na ok. 28,2 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**

W kwietniu '19 spółka zawarła nowe umowy o kredyt odnawialny z Pekao, BNP Paribas (ok. 400 mln PLN) i Banco de Sabadelli (25 mln EUR). Koszt finansowania to WIBOR+100 p.b.

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.).

W zadłużeniu uwzględniamy 119,1 mln PLN zobowiązań z tyt. leasingu (MSSF 16).

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 7 czerwca 2019 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 44,8 PLN.

Model DCF

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 672,7	3 746,2	3 863,3	4 066,5	4 167,9	4 170,9	4 184,0	4 196,9	4 209,1	4 221,5	4 233,6
EBIT [mln PLN]	379,2	412,0	425,4	394,9	412,3	416,7	419,3	418,9	419,1	419,5	419,9
Stopa podatkowa	41,0%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	155,6	149,3	89,3	82,9	86,6	87,5	88,1	88,0	88,0	88,1	88,2
NOPLAT [mln PLN]	223,6	262,8	336,1	312,0	325,7	329,2	331,3	330,9	331,1	331,4	331,7
Amortyzacja [mln PLN]	275,2	308,4	347,6	378,3	385,5	385,4	385,0	384,3	383,5	382,5	381,4
CAPEX [mln PLN]	-435,1	-597,8	-655,1	-465,9	-394,1	-391,1	-389,0	-386,8	-384,6	-382,3	-380,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-54,2	-5,4	-8,7	-15,1	-7,5	-0,2	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Inwestycje kapitałowe** [mln PLN]	-156,2	-4,8	-4,9	-4,9	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-146,7	-36,9	15,0	204,4	304,6	323,3	326,3	327,5	329,1	330,6	332,1
DFCF [mln PLN]		-35,4	13,4	169,6	234,6	230,8	215,7	200,2	185,8	172,1	159,1
Suma DFCF [mln PLN]		1 545,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		5 113,4	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 449,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		3 995,6									
Dług netto*** [mln PLN]		1 583,2									
Zobowiązania podatkowe (100%) [mln PLN]****		52,5									
Wartość kapitału		2 359,9									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		44,8									

Przychody zmiana r/r	2,0%	3,1%	5,3%	2,5%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	8,7%	3,3%	-7,2%	4,4%	1,1%	0,6%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	6,1%	0,9%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Marża EBITDA	19,2%	20,0%	19,0%	19,1%	19,2%	19,2%	19,1%	19,1%	19,0%	18,9%
Marża EBIT	11,0%	11,0%	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%
Marża NOPLAT	7,0%	8,7%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%
CAPEX / Przychody	16,0%	17,0%	11,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,1%	9,0%
CAPEX / Amortyzacja	193,8%	188,5%	123,1%	102,2%	101,5%	101,0%	100,7%	100,3%	100,0%	99,7%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,2%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

Źródło: BDM S.A.* - uwzględnienie zobowiązania podatkowego 68,3 mln PLN ** - zapłata za Proplan. *** - z końca '18 powiększony o 119,1 mln PLN z tyt. MSSF 16. **** - wszystkie potencjalne zobowiązania podatkowe CIT (info. spółka) i VAT (szac. BDM na podstawie info. spółki).

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	66,0%	67,9%	70,7%	72,2%	75,3%	78,6%	81,9%	85,2%	88,5%	92,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	34,0%	32,1%	29,3%	27,8%	24,7%	21,4%	18,1%	14,8%	11,5%	8,0%
WACC	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%

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	31,9	35,7	40,4	46,4	54,4	65,4	81,5	107,6	156,9
	0,8	28,9	32,2	36,3	41,5	48,3	57,4	70,4	90,4	125,1
	0,9	26,1	29,0	32,7	37,2	43,0	50,6	61,2	77,0	102,6
	1,0	23,5	26,1	29,4	33,3	38,3	44,8	53,6	66,2	85,7
	1,1	21,1	23,5	26,3	29,8	34,1	39,7	47,1	57,3	72,7
	1,2	18,9	21,0	23,6	26,6	30,4	35,2	41,5	50,0	62,2
	1,3	16,9	18,8	21,0	23,8	27,1	31,2	36,6	43,7	53,7

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%	35,3	39,6	45,0	52,0	61,5	74,8	95,3	130,5	204,9
	4,0%	28,9	32,2	36,3	41,5	48,3	57,4	70,4	90,4	125,1
	5,0%	23,5	26,1	29,4	33,3	38,3	44,8	53,6	66,2	85,7
	6,0%	18,9	21,0	23,6	26,6	30,4	35,2	41,5	50,0	62,2
	7,0%	15,0	16,7	18,7	21,1	24,1	27,7	32,3	38,3	46,6
	8,0%	11,5	12,9	14,6	16,5	18,9	21,7	25,1	29,6	35,4
	9,0%	8,5	9,7	11,0	12,6	14,5	16,7	19,4	22,7	27,0

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%	97,4	88,9	81,5	74,8	69,0	63,7	58,9	54,6	50,6
	4,0%	79,2	70,8	63,7	57,4	51,9	47,0	42,7	38,7	35,2
	5,0%	65,4	57,4	50,6	44,8	39,7	35,2	31,2	27,7	24,5
	6,0%	54,6	47,0	40,7	35,2	30,5	26,4	22,8	19,6	16,7
	7,0%	45,9	38,7	32,8	27,7	23,4	19,6	16,2	13,3	10,7
	8,0%	38,7	32,0	26,4	21,7	17,6	14,1	11,0	8,3	5,9
	9,0%	32,8	26,4	21,1	16,7	12,9	9,6	6,8	4,3	2,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 7 czerwca 2019. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,9 mld PLN, co odpowiada 54,4 PLN na jedną akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'20 na poziomie ok. 5,0x czyli z dyskontem do spółek sodowych i z wyraźną premią do krajowej Chemii.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
SOLVAY	10,2	9,6	8,4	4,4	4,3	4,0	6,8	6,7	5,9
SODA SANAYII	5,0	4,4	4,0	4,0	2,8	0,0	5,2	3,7	0,0
GENESIS ENERGY*	29,2	18,0	12,1	9,1	8,6	8,5	16,1	14,0	13,1
TATA CHEMICALS	13,6	12,3	11,3	8,0	7,1	5,4	10,7	9,5	6,9
BASF	12,2	11,0	10,2	7,7	6,8	6,4	12,2	10,2	9,5
WACKER CHEMIE	20,5	16,0	12,9	5,9	5,3	4,6	14,9	12,2	9,7
MEDIANA	12,9	11,7	10,8	6,8	6,1	5,4	11,5	9,9	9,5
CIECH	7,8	7,6	8,3	5,4	5,0	4,9	9,4	9,1	9,6
Premia/dyskonto do spółki	-39,8%	-35,0%	-22,6%	-21,3%	-16,9%	-9,1%	-18,3%	-7,2%	1,2%
Wycena wg wskaźnika	68,9	63,8	53,6	61,3	56,5	48,7	57,9	47,3	40,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		62,1			55,5			48,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		55,4							
Wycena 1 akcji po zob. CIT/VAT**		54,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 07.06.2019. *- Genesis Energy we wrześniu'17 kupił aktywa sodowe Tronox (4,3 mln ton mocy trony). **- wszystkie potencjalne zobowiązania podatkowe CIT (info. spółka) i VAT (szac. BDM na podstawie info. spółki) o wartości 52,5 mln PLN.

Porównanie mnożników do polskich spółek chemicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
PCC ROKITA	8,7	9,0	10,8	6,6	6,7	7,4	9,1	9,7	11,1
GRUPA AZOTY	7,6	6,5	8,7	4,0	3,5	3,7	8,4	6,9	8,5
ZA PUŁAWY	6,7	6,7	13,0	2,9	2,8	3,9	4,9	5,0	10,1
ZCH POLICE	9,0	7,0	8,1	4,7	3,7	3,8	8,5	6,2	6,8
MEDIANA	8,2	6,9	9,7	4,4	3,6	3,9	8,5	6,6	9,3
CIECH	7,8	7,6	8,3	5,4	5,0	4,9	9,4	9,1	9,6
Premia/dyskonto	-4,9%	10,6%	-14,5%	23,0%	39,7%	27,5%	10,7%	39,5%	3,3%

Źródło: BDM S.A., prognozy własne, wg cen z 07.06.2019.

WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY 2019 ROKU

W 1Q'19 EBITDA okazała się zbliżona do naszych oczekiwań (+2% vs oczek.) jak i konsensusu (-2%). Saldo PDO wyniosło +4,5 mln PLN, choć spółka nie wskazywała na istotne zdarzenia jednorazowe (EBITDA znormalizowana blisko 160 mln PLN). CFO wyniósł -21,7 mln PLN vs -3,9 mln PLN przed rokiem przez negatywne zmiany w kapitale obrotowym. CAPEX ukształtował się na poziomie 71,4 mln PLN vs 96,8 mln PLN. Wydatki na zakupy CO2 (pozycja inwestycyjna, wcześniej ujmowana w CAPEX) wyniosły 28,1 mln PLN vs 21,2 mln PLN przed rokiem. Wpływ MSSF 16 na zadłużenie to +119,1 mln PLN. W konsekwencji dług netto wzrósł do 1,735 mld PLN z 1,46 mld PLN po 4Q'18 (2,67x EBITDA 12m).

W strukturze wyników spółka pokazała nieco lepszy od oczekiwań wynik w Sodzie (132,6 mln PLN EBITDA skoryg.) i wyraźnie słabszy w Organice (22,6 mln PLN EBITDA skoryg.). Przychody segmentu sodowego wzrosły o 7,2% r/r (+13% r/r w soli). Z kolei przychody w Organice wzrosły o 13% r/r (konsolidacja Proplan od 3Q'18) w tym w obszarze Żywic/PUR spadły o odpowiednio 10/15% r/r.

Spółka zanotowała ponad 10% r/r wzrost sprzedaży na rynku niemieckim, czeskim czy rumuńskim. Niespodziewanie przychody spadły w Azji (-1% r/r). Rynek ten w 2017-2018 charakteryzował się największą dynamiką wzrostu (+27% rocznie).

Zarząd w komentarzu do wyników zwrócił uwagę na m.in. „kilkuprocentowy wzrost cen sody kalcyonowanej oraz oczyszczonej na rynkach europejskich odzwierciedlający obecne i przewidywane relacje podaży do popytu” czy „istotny spadek cen żywic” w związku z nadpodażą produktu z Azji. W prezentacji wynikowej spółka podała spadek wolumenów w segmencie sodowym o ok. 4% r/r (mocniej od oczekiwań), co przy ponad 7% r/r wzroście przychodów i 3% r/r osłabieniu złotówki daje ok. 8% r/r wzrost cen sody kalcyonowanej. To powyżej benchmarku (+6,7% r/r, +15 EUR/t).

Wyniki 1Q'2019 [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P BDM	różnica	1Q'19 konsens.	różnica
Przychody	885,7	952,7	7,6%	934,7	1,9%	949,2	0,4%
Wynik brutto na sprzedaż	206,6	192,8	-6,7%	231,4	-16,7%		
EBITDA	165,4	160,3	-3,1%	157,2	1,9%	164,2	-2,4%
EBITDA adj.	167,6	159,6	-4,8%	157,2	1,5%		
EBIT	102,1	83,4	-18,3%	85,1	-2,0%	91,3	-8,7%
Zysk brutto	95,8	73,3	-23,5%	73,8	-0,7%		
Zysk netto	73,9	62,6	-15,3%	58,3	7,4%	61,9	1,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,3%	20,2%		24,8%			
Marża EBITDA adj.	18,9%	16,7%		16,8%		17,3%	
Marża EBIT	11,5%	8,8%		9,1%		9,6%	
Marża zysku netto	8,3%	6,6%		6,2%		6,5%	
P/E 12m		12,7					
EV/EBITDA adj. 12m		6,3					

Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

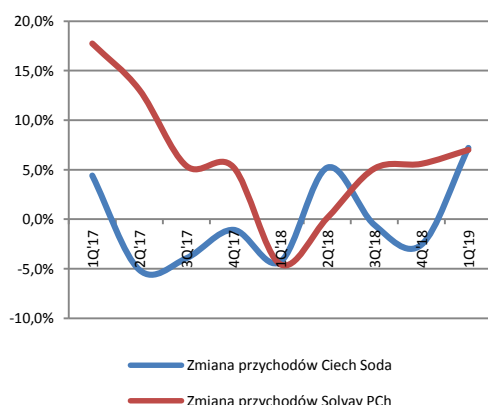
Na konferencji wynikowej po 1Q'19 (29.05.2019) zarząd dużo czasu poświęcił przyszłym nakładom inwestycyjnym. Mniejszy CAPEX w samym 1Q'19 miał wynikać z przesunięcia czasowego w związku z ostrożniejszym wydatkowaniem środków. Spółka wskazała na 2 nowe projekty inwestycyjne jak instalacja DCB w Janikowie (+50 tys. ton od 4Q'20, CAPEX „wyraźnie” poniżej 100 mln PLN) czy inwestycje w gazowe źródła rezerwowe pary w Janikowie i Inowrocławiu (+turbina) o wartości 250-300 mln PLN (RB z 28.05.2019).

Wyniki Solvay za 1Q'19

Dn. 07.05.2019 Solvay, m.in. światowy lider w produkcji sody kalcynowanej, opublikował wyniki za 1Q'19 i obniżył oczekiwania na pozostałą część 2019 roku (ze wzrostowej EBITDA do płasko/niewielki spadek) z uwagi na oczekiwany spadek popytu w motoryzacji, elektronice czy branży naftowej. Kurs po wynikach tracił 7-8%.

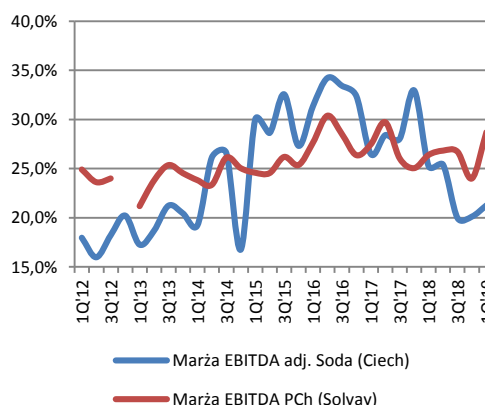
Segment Performance Chemicals, gdzie większość biznesu to produkcja sody kalcynowanej, obecnie generuje tylko 33% EBITDA grupy (27% przychodów). W samym 1Q'19 segment Performance Chemicals zwiększył sprzedaż o 7,3% r/r w tym 6,3% r/r wynikało ze wzrostu cen. Spółka wskazuje na silny popyt i „ciasny” rynek sody kalcynowanej. Nie obawia się spadku przychodów w budowlance bo odbiorcy to gł. rynek wtórny (producenci szyb).

Dynamika przychodów Ciech vs Solvay [r/r]



Źródło: BDM S.A., Solvay

Marża EBITDA Ciech vs Solvay [%]



Źródło: BDM S.A., Solvay

Perspektywy 2019

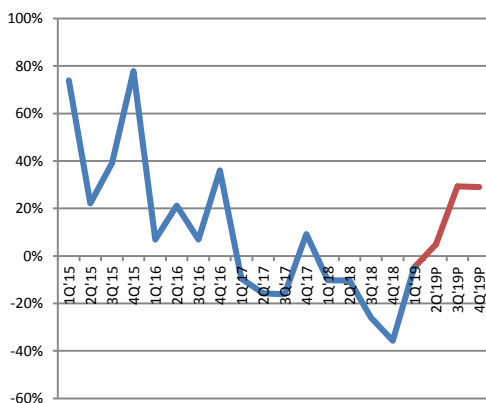
W 1Q'19 spółka pozytywnie zaskoczyła zrealizowanymi cenami w segmencie sodowym (+8% r/r vs +6,7% benchmark), co powinno być widoczne w 2-4Q'19 (ok. 40 mln PLN pozytywnego efektu na marży kwartalnie). W 1Q'19 największym czynnikiem obniżającym wyniki finansowe był wolumen (-4% r/r). Zarząd na konferencji wynikowej wspominał, że budował zapasy i doświadczył kolejnych awarii produkcyjnych. Mimo ograniczenia dostaw pary technologicznej w Rumunii (o 20% od maja'19 do sezonu grzewczego) zarząd liczy na porównywalny wolumen sprzedaży w 2Q'19. Wskazujemy na niską bazę (rok temu wypadły produkcyjne w CSP, postój remontowy w SDC). Pozytywnie na wyniki segmentu wpłynie również spadek kosztów gazu w Niemczech (15 EUR vs 21 EUR/MWh przed rokiem) i koksu. Z kolei negatywnie na wyniki 2-4Q'19 będą oddziaływać te same czynniki co w 1Q'19 (wzrost cen pary w Rumunii, wzrost kosztów CO2). W 2H'19 widoczne z kolei będą efekty nowej instalacji sody oczyszczonej w Niemczech (50 tys. ton zdolności). Wyniki poprawiać powinna również Organika (wzrost wynikający gł. z konsolidacji Proplan. Tym samym spółka nie powinna mieć problemów z poprawą ubiegłorocznych rezultatów.

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P
Przychody	883,0	836,3	961,7	885,7	933,5	882,7	970,8	952,7	888,3	892,6	1 012,6	3 579,4	3 672,7	3 746,2
segment sodowy	577,2	574,6	621,5	582,0	607,3	571,3	605,5	623,9	595,6	607,4	658,5	2 381,5	2 366,1	2 485,4
segment organiczny	225,4	178,6	248,9	210,1	215,3	204,1	256,0	237,7	215,9	191,0	262,1	869,2	885,3	906,7
segment krzemiany	58,2	60,6	61,6	62,9	57,3	63,8	64,9	59,6	53,3	69,7	66,5	229,3	248,9	249,0
EBITDA	191,3	185,5	270,0	165,4	188,2	131,0	169,8	160,3	180,6	170,9	208,6	833,2	654,4	720,4
segment sodowy	163,3	167,9	213,4	145,0	153,6	113,8	127,5	133,5	155,6	151,5	159,6	704,4	539,9	600,2
segment organiczny	20,1	11,2	44,3	16,3	15,6	13,5	31,0	22,5	16,8	16,6	48,5	96,8	76,4	104,5
segment krzemiany	9,0	10,6	10,6	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	9,4	7,6	9,0	36,8	34,4	36,2
EBITDA Adj.	191,9	178,4	251,1	167,6	172,1	132,2	161,6	159,6	180,6	170,9	208,6	808,1	633,5	719,7
segment sodowy	163,9	161,0	204,8	146,9	154,2	114,0	121,7	132,6	155,6	151,5	159,6	690,7	536,9	599,2
segment organiczny	20,2	10,9	44,2	16,3	15,6	13,7	30,4	22,6	16,8	16,6	48,5	96,5	76,0	104,6
segment krzemiany	9,0	10,6	10,6	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	9,4	7,6	9,0	36,8	34,4	36,2
EBIT	131,7	122,9	207,4	102,1	124,2	60,3	92,6	83,4	103,4	93,8	131,5	588,8	379,2	412,0
Zysk brutto	122,3	114,7	183,1	95,8	127,3	39,7	48,4	73,3	86,3	76,6	114,3	515,7	311,1	350,5
Zysk netto	92,9	85,0	137,5	73,9	98,6	26,8	-16,3	62,6	68,2	60,5	90,3	393,4	183,0	281,6
Marża EBITDA Adj.	21,7%	21,3%	26,1%	18,9%	18,4%	15,0%	16,6%	16,7%	20,3%	19,2%	20,6%	22,6%	17,2%	19,2%
segment sodowy	28,4%	28,0%	32,9%	25,2%	25,4%	20,0%	20,1%	21,2%	26,1%	24,9%	24,2%	29,0%	22,7%	24,1%
segment organiczny	8,9%	6,1%	17,8%	7,8%	7,2%	6,7%	11,9%	9,5%	7,8%	8,7%	18,5%	11,1%	8,6%	11,5%
segment krzemiany	15,4%	17,6%	17,2%	11,6%	19,0%	15,4%	9,8%	17,2%	17,6%	10,8%	13,6%	16,1%	13,8%	14,6%
Marża EBIT	14,9%	14,7%	21,6%	11,5%	13,3%	6,8%	9,5%	8,8%	11,6%	10,5%	13,0%	16,4%	10,3%	11,0%
Marża netto	10,5%	10,2%	14,3%	8,3%	10,6%	3,0%	-1,7%	6,6%	7,7%	6,8%	8,9%	11,0%	5,0%	7,5%

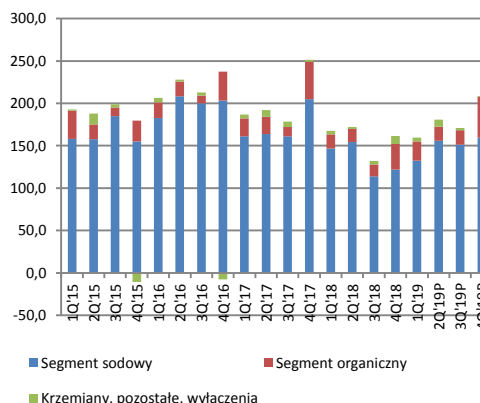
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dynamika znormalizowanej EBITDA [% r/r]



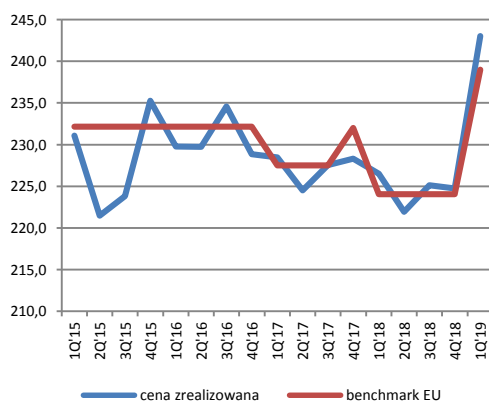
Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

Struktura znormalizowanej EBITDA [% r/r]



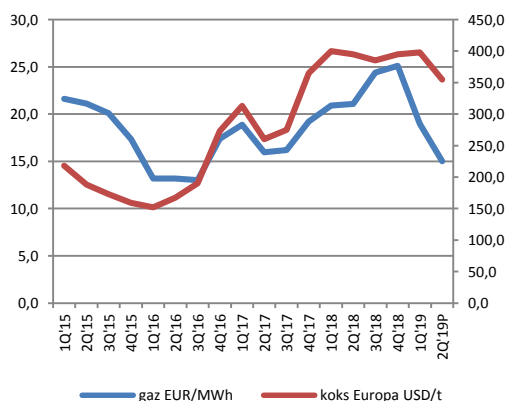
Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

Ceny sody kalcynowanej [EUR/t]



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

Ceny gazu (LS) [EUR/MWh] i koksu (PS) [USD/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, JSW

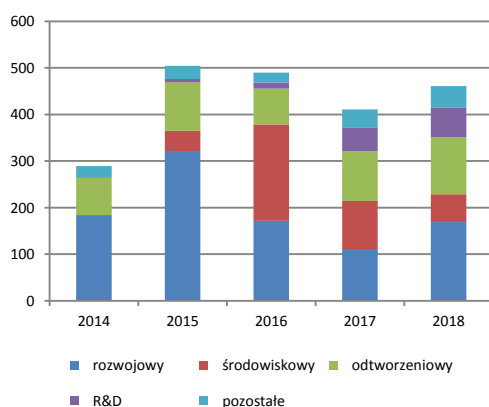
CAPEX I M&A

CAPEX 2015-2018

W latach 2015-2018 CAPEX grupy wyniósł 1,86 mld PLN czyli ok. 470 mln PLN średniorocznie. Największe wydatki dotyczyły instalacji odsiarczania/odazotowania w Janikowie i Inowrocławiu (ok. 300 mln PLN), programu rozwojowego w Inowrocławiu (wzrost mocy produkcyjnych o 200 tys. ton rocznie sody, 240 mln PLN) czy w Vitrosilicon (szklisty krzemian sodu pod kontrakt z Solvay, 70 mln PLN).

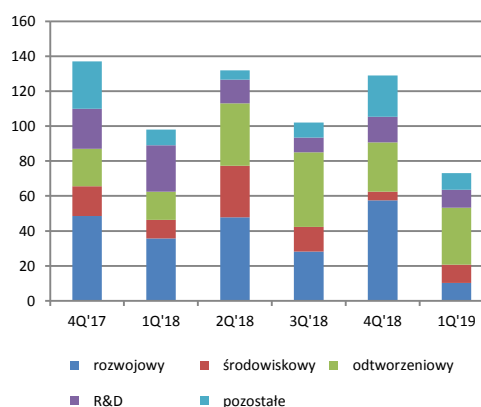
W prezentacjach wynikowych 2018-2019 spółka precyzuje, że w 2015-2018 na rozwój biznesu wydała blisko 800 mln PLN, a ponad 400 mln PLN to nakłady środowiskowe (gł. IOS w CSP), których w najbliższych latach nie będzie ponosić w tej skali. CAPEX czysto odtworzeniowy w tym okresie to ponad 400 mln PLN (>100 mln PLN rocznie). Reszta dotyczy gł. R&D związanych z nakładami na rejestrację nowych substancji ŚOR (ma dać efekty po 2020 roku).

CAPEX w podziale 2014-2018 [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CAPEX w podziale 4Q'17-1Q'19 [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CAPEX 2019-2021

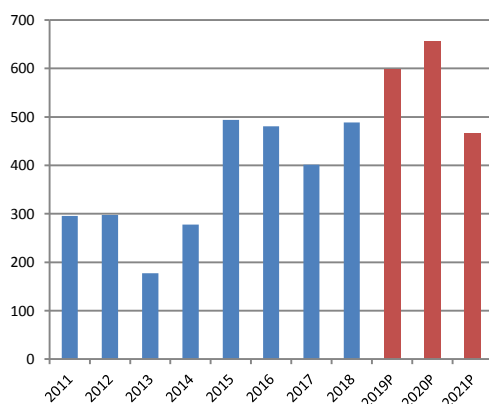
Obecnie spółka realizuje inwestycję w zwiększenie mocy produkcyjnych sody oczyszczonej (50 tys. ton czyli wzrost o 33%, łączny CAPEX ok. 100 mln PLN, koniec 1H'19) i soli warzonej w Niemczech (450 tys. ton czyli wzrost o 75%, CAPEX >400 mln PLN, koniec 2020 rok). Mniejsza instalacja jest już praktycznie skończona i powinna dawać pozytywne efekty w 2H'19. W przypadku soli warzonej inwestycja wchodzi w decydującą fazę budowy. Ponadto spółka inwestuje w nowe rejestracje ŚOR (ok. 60 mln PLN rocznie).

Na konferencji po wynikach 1Q'19 zarząd przedstawił więcej szczegółów ws. programu inwestycyjnego na najbliższe 3 lata. Wśród nowych inwestycji wymienić:

- rezerwowe, gazowe źródła pary technologicznej w Janikowie i Inowrocławiu (+turbina e.e.), których łączny koszt ma sięgnąć 250-300 mln PLN (koniec 2022 rok);
- instalację DCB w Inowrocławiu, która podniesie zdolności produkcyjne sody kalcynowanej (o 50 tys. ton czyli 2% ogółu zdolności) i obniży koszt produkcji sody oczyszczonej;

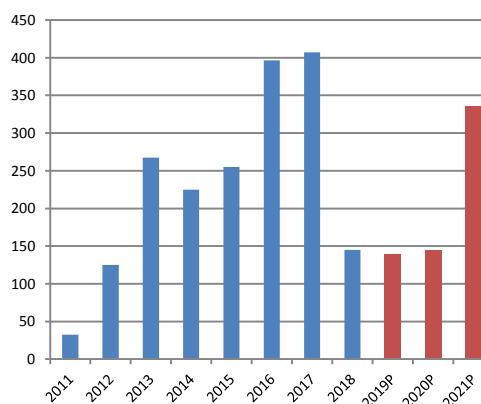
Uwzględniając wszystkie projekty rozwojowe, odtworzeniowe czy R&D (rejestracje ŚOR) w latach 2019-2021 oczekujemy nakładów inwestycyjnych na poziomie 1,72 mld PLN czyli ok. 573 mln PLN średniorocznie. W samym 2019 przyjmujemy ok. 600 mln PLN, a w 2020 ok. 660 mln PLN. Nakłady czysto odtworzeniowe wyłączając nową inwestycję w zaplecze energetyczne przyjmujemy na poziomie ponad 200 mln PLN (podobnie jak w poprzednim raporcie, historycznie 111 mln PLN rocznie) przy amortyzacji ok. 300 mln PLN rocznie.

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

M&A- przejęcie Proplan

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

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

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

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

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

Spółka podaje, że Proplan od momentu przejęcia do końca 2018 wygenerował 25,3 mln PLN przychodów i 2,7 mln PLN zysku netto. Gdyby spółka była konsolidowana od 1 stycznia przychód wyniósłby 43,6 mln PLN a zysk netto 5,0 mln PLN.

Wybrane dane finansowe i transakcyjne Proplan

	2014	2015	2016	2017	2018**
Przychody	10,5	11,9	13,9	15,9	10,20
EBITDA	1,2	1,5	2,6	4,5	
marża	11,4%	12,6%	18,7%	28,3%	
Netto					1,17
Przychody r/r		13,3%	16,8%	14,4%	-35,8%
EBITDA r/r		25,0%	73,3%	73,1%	
% przychodów Ciech	1,4%	1,5%	1,8%	1,9%	1,2%
% EBITDA Ciech	1,0%	0,9%	1,3%	2,3%	
EV (Cena nabycia)				44,62	
EV/EBITDA				9,91	
EV/EBITDA (spółka)*				10,12	

Źródło: BDM, spółka. *- mnożnik EV/EBITDA przekazany przez spółkę podczas konferencji po 1Q'18. ** - wg danych ze sprawozdania Ciech za 2018 (pro forma)

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.

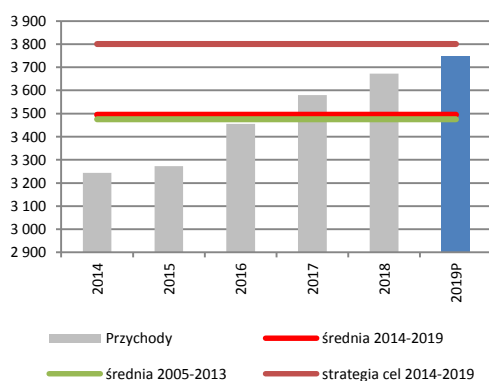
Strategia 2014-2019

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%.

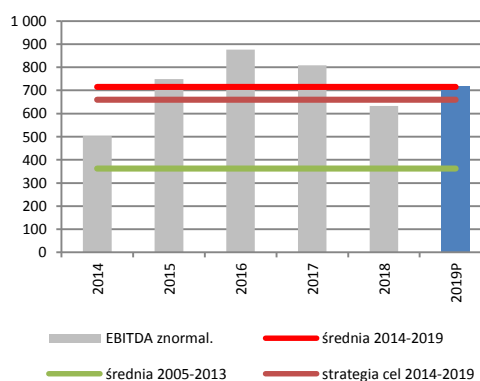
W latach 2014-2018 strategia została zrealizowana z nawiązką. Średnioroczna EBITDA w tym okresie wyniosła ok. 720 mln PLN, przychody 3,5 mld PLN (poniżej założeń), co dało marżę blisko 21%. DN/EBITDA na koniec 2018 wynosił 2,2x (na koniec '19 powinno to być 2,3x z MSSF16). Spółka wypłaciła w tym czasie >600 mln PLN dywidendy (25% bieżącej kapitalizacji) i dokonała przejęcia (Proplan) za 160 mln PLN (potencjał >20 mln PLN EBITDA).

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



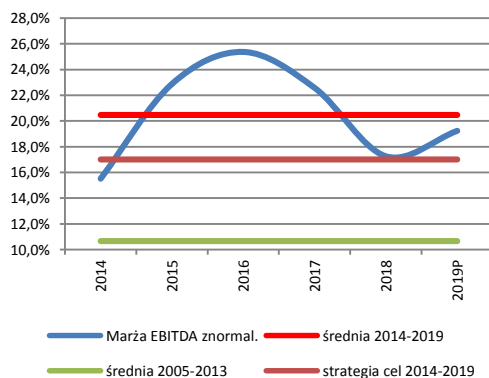
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



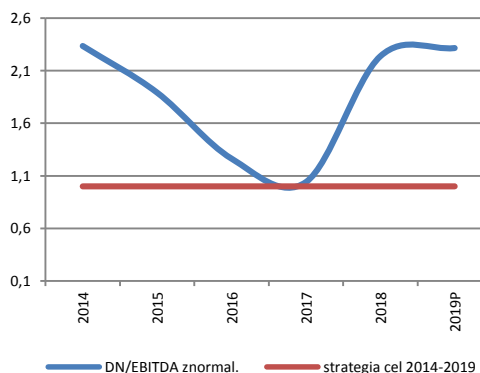
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

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:

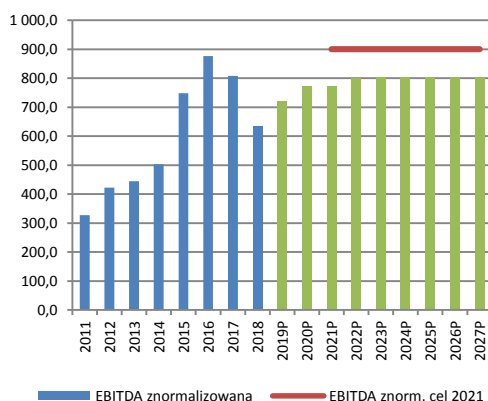
- przychody ze sprzedaży >4 mld PLN;
- znormalizowana EBITDA >900 mln PLN;
- znormalizowana marża EBITDA >22%;

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	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			>4 000
EBITDA znorm.	328,0	423,0	445,0	503,0	749,0	876,8	808,1	633,5			>900
Marża znorm.	7,9%	9,7%	12,7%	15,5%	22,9%	25,4%	22,6%	17,2%			>22%
EBITDA BDM								720,4	773,0	773,3	
EBITDA konsensus*								724,7	762,0	763,3	
EBITDA cel spółki											>900
vs BDM											16,4%
vs konsensus											17,9%

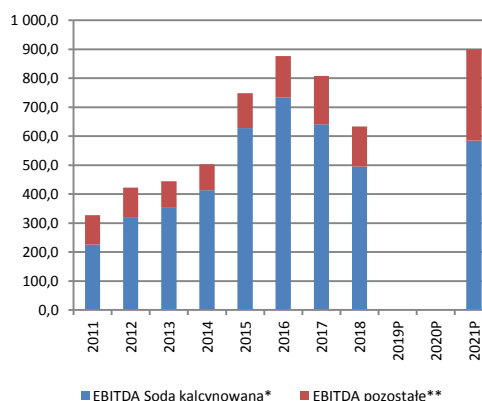
Źródło: BDM, spółka, *- Bloomberg

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. 12% wyższe od naszych oczekiwań i 18% od konsensusu na poziomie EBITDA w 2021 (w swoich RA nigdy nie osiągnęliśmy poziomu 900 mln PLN EBITDA).

Głównym determinantem wzrostu ma być „obszar pozasodowy”. Na konferencji po publikacji strategii (10.12.2018) zarząd doprecyzował, że chodzi o segmenty organiczny, krzemianowy i sól (biznes klasyfikowany w segmencie sodowym o rocznych przychodach 180-200 mln PLN). Szacujemy, że w 2018 roku cały ten obszar wygenerował przynajmniej 150 mln PLN EBITDA (24% ogółu). Strategicznym celem ma być udział w strukturze wyników grupy >35% (>315 mln PLN EBITDA). W naszych projekcjach jest to ok. 260 mln PLN (33% EBITDA Grupy).

Strategia niestety nic nie mówi o CAPEX i zadłużeniu. W maju'19 zarząd spółki poinformował o 2 nowych projektach inwestycyjnych (ponad realizowane już inwestycje w sodę oczyszczoną, sól warzoną i R&D) o szacunkowej wartości 350-400 mln PLN w perspektywie 2021 roku. Jak spółka informuje w strategii intencją są inwestycje w produkty specjalistyczne, w R&D i poprawę efektywności energetycznej, w tym zmniejszenie emisyjności. Każdy projekt ma spełniać wymóg IRR >15%.

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 premii nastąpi w latach 2022-2024, w równej części w każdym roku.

Dotychczas największym mankamentem strategii na 2019-2021 opublikowanej w grudniu'18 było nie uwzględnienie CAPEX i w konsekwencji zadłużenia netto (strategia jako gł. cel ilościowy przyjmuje >900 mln PLN znormalizowanej EBITDA). Nowy program motywacyjny uwzględnia te wszystkie zmienne. W tym kontekście nasze założenia (estymowany TSR 3%), podobnie jak w przypadku strategii, wydają się konserwatywne.

Założenia programu motywacyjnego vs BDM [MPLN]

	2018	2021P BDM	zmiana
EBITDA znorm.	633,5	773,3	22,1%
zakładany mnożnik EBITDA znorm*	5,8	4,9	
dług netto	1 464,1	1 607,3	9,8%
dywidendy cum ('19-'21)		66,5	
operacje kapitałowe cum			
TSR	2 216	2 283	3,0%
TSR program motyw.			11%
Pula premii			0
Pula premii rocznie ('22-'24)			0

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. * (bieżąca MC +prognazowany dług netto)/EBITDA. Zarząd na konferencji po 4Q'18 informował, że wskaźnik przyjęty jest „na poziomie eksperckim”.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2019-2021

Nasze prognozy na lata 2019-2020 pozostały bez większych zmian. Wyższe od oczekiwań ceny sody kalcynowanej w 2019 roku (+7,6% r/r vs +5% r/r oczek.) i wyraźnie tańszy gaz skompensowały wzrost kosztów CO₂ (25 EUR vs 20 EUR/t poprzednio) i pary technologicznej w Govorze (+57% r/r vs +20% r/r oczek.), a także spadek wolumenów sprzedaży. Spadek przychodów w kluczowym segmencie sodowym mimo wyższych cen wynika ze zmniejszonych wolumenów w Govorze, o czym spółka informowała 20.03.19 (ograniczenia w dostawie pary technologicznej poza sezonem grzewczym).

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

	2019P			2020P			2021P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 758	3 771	0%	3 804	3 863	2%	3 928	4 067	4%
segment sodowy	2 515	2 485	-1%	2 549	2 510	-2%	2 645	2 648	0%
segment organiczny	920	932	1%	932	993	7%	957	1 056	10%
segment krzemiany	228	249	9%	229	254	11%	231	257	11%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 082	997	-8%	1 104	998	-10%	1 138	1 075	-6%
segment sodowy	802	821	2%	818	818	0%	851	882	4%
segment organiczny	186	233	25%	198	200	1%	201	217	8%
segment krzemiany	43	40	-7%	41	46	14%	42	46	11%
EBITDA	742	720	-3%	777	773	0%	744	773	4%
segment sodowy	600	600	0%	625	634	1%	591	621	5%
segment organiczny	125	104	-16%	139	121	-13%	141	135	-5%
segment krzemiany	31	36	17%	31	32	1%	33	33	1%
EBIT	454	412	-9%	464	425	-8%	416	395	-5%
segment sodowy	384	379	-1%	390	384	-2%	345	350	1%
segment organiczny	88	63	-29%	100	74	-26%	100	84	-16%
segment krzemiany	10	16	65%	8	8	5%	8	8	-6%
Zysk netto	326	282	-14%	330	289	-13%	301	263	-13%

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 11.12.2018

ZAŁOŻENIA NA LATA 2019-2028

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	2 291	2 272	2 259	2 302	2 349	2 349	2 349	2 349	2 349	2 349	2 349	2 349
Polska	1 300	1 292	1 302	1 330	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378
Niemcy	551	540	555	570	570	570	570	570	570	570	570	570
Rumunia	440	440	402	402	402	402	402	402	402	402	402	402
Żywiec	25	22	23	25	28	32	32	32	32	32	32	32
Środki ochrony roślin	11	11	12	13	14	14	14	14	14	14	14	14
Krzemiany	172	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	62	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	2,6%	-0,8%	-0,6%	1,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	2,0%	-0,6%	0,8%	2,2%	3,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niemcy	-1,8%	-2,0%	2,8%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumunia	10,9%	0,0%	-8,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec	-8,1%	-10,5%	1,7%	8,7%	14,3%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Środki ochrony roślin	6,6%	0,9%	5,3%	10,0%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krzemiany	26,3%	16,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	0,0%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Soda kalcynowana [EUR/t]	229	224	239	234	234	234	234	234	234	234	234	234
Żywiec epoksydowe [EUR/t]	2 004	2 311	2 096	1 891	1 822	1 777	1 749	1 762	1 773	1 780	1 787	1 792
Żywiec poliestrowe [EUR/t]	1 546	1 815	1 551	1 399	1 348	1 315	1 294	1 304	1 312	1 317	1 322	1 326
Pianki PUR [EUR/t]	3 706	3 753	3 207	3 191	3 160	3 140	3 127	3 133	3 138	3 141	3 144	3 147
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	-1,5%	-2,0%	6,7%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywiec epoksydowe	18,5%	15,3%	-9,3%	-9,8%	-3,6%	-2,5%	-1,6%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%
Żywiec poliestrowe	22,9%	17,4%	-14,6%	-9,8%	-3,6%	-2,5%	-1,6%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%
Pianki PUR	16,2%	1,3%	-14,5%	-0,5%	-1,0%	-0,6%	-0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	253	294	312	312	281	267	267	267	267	267	267	267
Koks [USD/t]	303	394	347	302	288	288	288	288	288	288	288	288
Antracyt [USD/t]	119	139	133	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55	71	63	58	57	57	58	58	58	59	59	59
Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh]	18	23	17	17	20	22	22	21	21	21	21	21
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	974	1 238	1 171	1 179	1 096	1 062	1 038	1 038	1 038	1 038	1 038	1 038
EPI [EUR/t]	1 215	1 628	1 458	1 316	1 268	1 237	1 217	1 226	1 234	1 239	1 244	1 247
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	9,2%	16,4%	6,2%	0,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koks	55,2%	29,8%	-11,8%	-13,0%	-4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antracyt	37,0%	16,6%	-4,5%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ropa naftowa	22,5%	29,6%	-12,1%	-7,1%	-1,5%	-0,3%	0,5%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%
Gaz ziemny Niemcy	23,8%	30,2%	-25,0%	-3,0%	17,6%	11,1%	0,1%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny PL	13,0%	27,1%	-5,4%	0,7%	-7,0%	-3,1%	-2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPI	24,2%	34,0%	-10,4%	-9,8%	-3,6%	-2,5%	-1,6%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EUR/PLN	4,26	4,27	4,31	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43
USD/PLN	3,78	3,64	3,81	3,81	3,72	3,64	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
Zmiana r/r												
EUR/PLN	-2,4%	0,3%	0,9%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-4,3%	-3,6%	4,7%	-0,2%	-2,2%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	3 205,0	3 558,7	3 972,0	4 284,4	4 376,9	4 390,5	4 396,2	4 400,2	4 402,7	4 403,8	4 403,7	4 402,4
Wartości niematerialne i prawne	169,8	458,2	456,4	455,2	454,8	454,8	454,8	454,9	455,1	455,2	455,4	455,7
Rzeczowe aktywa trwałe	2 712,3	2 857,2	3 148,3	3 457,0	3 545,0	3 553,6	3 559,3	3 563,2	3 565,6	3 566,5	3 566,1	3 564,6
Aktywa obrotowe	1 438,5	1 272,6	1 185,1	1 190,9	1 224,0	1 395,6	1 368,3	1 349,9	1 337,0	1 331,0	1 331,8	1 329,8
Zapasy	364,5	438,5	447,3	461,3	485,5	497,6	498,0	499,6	501,1	502,6	504,0	505,5
Należności krótkoterminowe	523,1	611,3	623,5	643,0	676,8	693,7	694,2	696,4	698,5	700,6	702,6	704,6
Inwestycje krótkoterminowe	551,0	222,8	114,2	86,6	61,6	204,2	176,1	153,9	137,3	127,8	125,1	119,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	489,8	192,1	83,6	56,0	30,9	173,6	145,5	123,3	106,7	97,2	94,5	89,0
Aktywa razem	4 643,5	4 831,3	5 157,1	5 475,3	5 600,9	5 786,1	5 764,5	5 750,1	5 739,7	5 734,8	5 735,4	5 732,2
Kapitał (fundusz) własny	2 187,6	1 969,8	2 251,4	2 540,2	2 737,4	2 928,2	3 096,0	3 268,7	3 445,4	3 627,8	3 815,7	4 009,7
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	1 020,5	1 014,4	1 197,5	1 479,1	1 702,2	1 899,4	2 053,3	2 215,5	2 384,0	2 557,4	2 736,2	2 920,5
Zysk (strata) netto	393,4	183,0	281,6	288,8	262,8	256,5	270,4	280,9	289,1	298,0	307,1	316,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 458,9	2 861,2	2 905,3	2 934,8	2 863,2	2 857,5	2 668,2	2 481,1	2 294,0	2 106,7	1 919,4	1 722,1
Rezerwy na zobowiązania	194,0	277,8	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5	209,5
Zobowiązania długoterminowe	1 254,2	1 471,0	1 453,9	1 457,5	1 140,8	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6
-oprocentowane	1 130,5	1 340,7	1 341,3	1 344,8	1 028,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 010,7	1 112,3	1 241,8	1 267,8	1 512,9	2 535,4	2 346,0	2 158,9	1 971,8	1 784,5	1 597,2	1 399,9
-oprocentowane	199,4	291,9	291,9	291,9	491,9	1 491,9	1 301,9	1 111,9	921,9	731,9	541,9	341,9
Pasywa razem	4 643,5	4 831,3	5 157,1	5 475,3	5 600,9	5 786,1	5 764,5	5 750,1	5 739,7	5 734,8	5 735,4	5 732,2

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	3 579,4	3 672,7	3 746,2	3 863,3	4 066,5	4 167,9	4 170,9	4 184,0	4 196,9	4 209,1	4 221,5	4 233,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 662,7	2 909,2	2 815,5	2 865,5	2 991,9	3 062,5	3 057,0	3 062,4	3 070,6	3 077,4	3 084,2	3 090,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	916,7	763,4	930,7	997,8	1 074,7	1 105,4	1 113,9	1 121,6	1 126,3	1 131,7	1 137,2	1 143,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	404,9	416,7	436,4	448,7	471,9	485,3	489,3	494,4	499,5	504,7	509,9	515,2
Zysk (strata) na sprzedaży	511,8	346,7	494,3	549,1	602,8	620,1	624,6	627,2	626,7	627,0	627,3	627,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	77,0	32,5	-82,3	-123,7	-207,9	-207,9	-207,9	-207,9	-207,9	-207,9	-207,9	-207,9
EBITDA	832,7	654,3	720,4	773,0	773,3	797,8	802,1	804,3	803,2	802,6	802,0	801,3
EBIT	588,8	379,2	412,0	425,4	394,9	412,3	416,7	419,3	418,9	419,1	419,5	419,9
Saldo działalności finansowej	-73,3	-68,6	-61,8	-60,2	-62,6	-87,9	-74,8	-64,2	-53,3	-42,3	-31,1	-19,2
Zysk (strata) brutto	515,7	311,1	350,5	365,5	332,6	324,7	342,2	355,5	365,9	377,2	388,7	401,1
Zysk (strata) netto	393,4	183,0	281,6	288,8	262,8	256,5	270,4	280,9	289,1	298,0	307,1	316,9

CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	628,8	453,9	513,7	627,6	627,6	633,3	651,7	661,8	670,0	678,5	686,8	695,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-389,1	-626,7	-599,2	-658,7	-470,4	-396,9	-387,2	-385,8	-384,3	-382,4	-380,4	-378,2
Przepływy z działalności finansowej	-165,8	-125,1	-23,0	3,6	-182,3	-93,8	-292,6	-298,1	-302,3	-305,6	-309,2	-322,8
Przepływy pieniężne netto	73,9	-297,8	-108,5	-27,6	-25,1	142,7	-28,1	-22,2	-16,6	-9,5	-2,7	-5,4
Środki pieniężne na początek okresu	414,4	489,8	192,1	83,6	56,0	30,9	173,6	145,5	123,3	106,7	97,2	94,5
Środki pieniężne na koniec okresu	489,8	192,1	83,6	56,0	30,9	173,6	145,5	123,3	106,7	97,2	94,5	89,0

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	3%	2%	3%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-21%	10%	7%	0%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	-36%	9%	3%	-7%	4%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-53%	54%	3%	-9%	-2%	5%	4%	3%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	21%	25%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Marża EBITDA	18%	19%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Marża EBIT	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	8%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Marża netto	5%	8%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%
COGS / przychody	79%	75%	74%	74%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
SG&A / przychody	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
SG&A / COGS	14%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	17%
ROE	9%	13%	11%	10%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
ROA	4%	5%	5%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	6%
Dług	1 656,2	1 752,3	1 755,9	1 639,2	1 611,0	1 421,0	1 231,0	1 041,0	851,0	661,0	461,0
D / (D+E)	34%	34%	32%	29%	28%	25%	21%	18%	15%	12%	8%
D / E	51%	51%	47%	41%	39%	33%	27%	22%	17%	13%	9%
Odsetki / EBIT	-18%	-15%	-14%	-16%	-21%	-18%	-15%	-13%	-10%	-7%	-5%
Dług / kapitał własny	84%	78%	69%	60%	55%	46%	38%	30%	23%	17%	11%
Dług netto	1 464,1	1 668,7	1 699,9	1 608,2	1 437,4	1 275,5	1 107,7	934,3	753,8	566,5	372,0
Dług netto / kapitał własny	74%	74%	67%	59%	49%	41%	34%	27%	21%	15%	9%
Dług netto / EBITDA	2,2	2,3	2,2	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	0,9	0,7	0,5
Dług netto / EBIT	386%	405%	400%	407%	349%	306%	264%	223%	180%	135%	89%
EV	3 651,1	3 855,7	3 886,9	3 795,3	3 624,4	3 462,6	3 294,7	3 121,3	2 940,9	2 753,6	2 559,0
Dług / EV	45%	45%	45%	43%	44%	41%	37%	33%	29%	24%	18%
CAPEX / Przychody	12%	16%	17%	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
CAPEX / Amortyzacja	158%	194%	188%	123%	102%	101%	101%	101%	100%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Zmiana KO / Przychody	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	58%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	11,9	7,8	7,6	8,3	8,5	8,1	7,8	7,6	7,3	7,1	6,9
P/BV*	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
P/CE*	4,8	3,7	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1
EV/EBITDA*	5,6	5,4	5,0	4,9	4,5	4,3	4,1	3,9	3,7	3,4	3,2
EV/EBIT*	9,6	9,4	9,1	9,6	8,8	8,3	7,9	7,5	7,0	6,6	6,1
EV/S*	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
BVPS	37,4	42,7	48,2	51,9	55,6	58,8	62,0	65,4	68,8	72,4	76,1
EPS	3,5	5,3	5,5	5,0	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	5,8	6,0
CEPS	8,7	11,2	12,1	12,2	12,2	12,4	12,6	12,8	12,9	13,1	13,2
FCFPS	-2,8	-0,7	0,3	3,9	5,8	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3	6,3
DPS w okresie	7,5	0,0	0,0	1,2	1,2	1,9	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3
Payout ratio	215,9%	0,0%	0,0%	22,7%	25,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
DY*	18,1%	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%	4,7%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,6%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 41,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny, energetyka](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	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, jaką 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'19*:			, 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	1	17%	0	0%
Akumuluj	3	50%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	1	17%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek 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 działań 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 instrumentie 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 07.06.2019 roku (12:20 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.06.2019 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 07.06.2019 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 jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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