

czwartek, 13 lutego 2020 | aktualizacja raportu

Grupa Ciech: kupuj (podtrzymana)

CIE PW; CIE.WA | Chemia, Polska

Otoczenie sprzyja poprawie wyników

Wyższe kontraktowe ceny sprzedaży sody w Europie (zakładamy +4% na rynku i +6% r/r w Grupie Ciech) przekładają się na około 88 mln PLN dodatkowych przychodów ze sprzedaży w 2020 roku. Dodatkowo naszym zdaniem spadki cen węgla koksującego i gazu ziemnego powinny zrekomensować wyższe koszty nabycia węgla energetycznego (zakładamy niższe koszty surowcowe w 2020 roku o około 19 mln PLN). W efekcie oczekujemy, że mimo ponoszonych kosztów stałych uspiętego zakładu w Rumunii (około 19 mln PLN kwartalnie, z tendencją spadkową), Grupa poprawi oczyszczoną o zdarzenia jednorazowe EBITDA o około 59 mln PLN w 2020 roku. Obecnie według ICIS większe projekty produkcji sody są przewidziane na odległe lata 2023-2024 i zlokalizowane są poza Europą. W średnim terminie cenom sody w naszym regionie sprzyja wzrost produkcji szkła płaskiego (+39% r/r w Polsce w 2019 roku) oraz korzystne postrzeganie przez konsumentów pro środowiskowej natury szklanych opakowań (względem plastiku). Korygujemy nieznacznie w górę nasze prognozy Grupy Ciech w 2020 i 2021 roku (niższe ceny gazu, wyższe koszty nabycia węgla energetycznego). Podwyższamy nieznacznie naszą cenę docelową do 47,46 PLN/akcja (wcześniej 44,41 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Ciech.

4% wzrost cen sody w Europie osiągalny

Według ICIS ceny sody w Europie drugi rok z rzędu będą rosły z uwagi na utrzymujący się stabilny popyt ze strony klientów, przypadki wyłączeń produkcji (przykład Govora z Grupy Ciech) oraz rosnące koszty produkcji (głównie certyfikaty CO2 i energia elektryczna).

Chiny eksportują mniej, więcej importują

Według danych HKTDC eksport sody z Chin w 2019 roku wyniósł 1,4 mln ton i był on o 6% r/r wyższy (dane ICIS mówią o spadku 6% r/r do 1,3 mln ton). Warto naszym zdaniem zauważyć, że eksport sody z Chin w ciągu czterech lat spadł o 35% z uwagi na cięcia produkcyjne związane z ochroną środowiska w tym kraju. Według ICIS obecnie widać tendencję zwiększania eksportu do Chin przez dostawców z Turcji i USA.

Brak znaczących nowych mocy w regionie

Aktualnie ICIS prognozuje niewielką ilość nowych dużych projektów w zakresie produkcji sody i wszystkie zlokalizowane są poza Chinami i Unią Europejską. Najmniej odległym jest projekt w Kazachstanie na 400 tys. produkcji sody rocznie, który miał wystartować na przełomie 2019/20 roku, ale jak na razie termin oddania nie został zaktualizowany. Większe zaplanowane nowe moce są zakładane w latach 2023-2024 i dotyczą głównie Azji i USA. Zdaniem ICIS nowe moce w Turcji (2,5 mln ton w 2018 i 2019 roku) zostały już zaabsorbowane przez rynek azjatycki.

Gaz i koks rekompensują węgiel energetyczny

W naszych prognozach zakładamy, że w 2020 roku koszt zakupu węgla energetycznego w Grupie Ciech wzrośnie o 37 mln PLN, z kolei niższe będą koszty zakupu gazu (-10 mln PLN) oraz węgla koksowego (-44 mln PLN).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	3 579,4	3 672,7	3 576,9	3 466,0	3 620,1
EBITDA	833,2	654,4	554,4	685,8	699,1
marża EBITDA	23,3%	17,8%	15,5%	19,8%	19,3%
EBIT	588,8	379,2	242,2	359,6	362,9
Zysk netto	393,4	183,0	130,1	228,0	230,3
P/E	5,3	11,3	16,0	9,1	9,0
P/CE	3,3	4,5	4,7	3,7	3,7
P/BV	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,5	5,4	6,7	5,7	5,5
DPS	0,00	7,50	0,00	0,00	2,16
DYield	0,0%	19,0%	0,0%	0,0%	5,5%

Cena bieżąca	39,40 PLN
Cena docelowa	47,46 PLN
Kapitalizacja	2,1 mld PLN
Free float	1,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,0 mln PLN

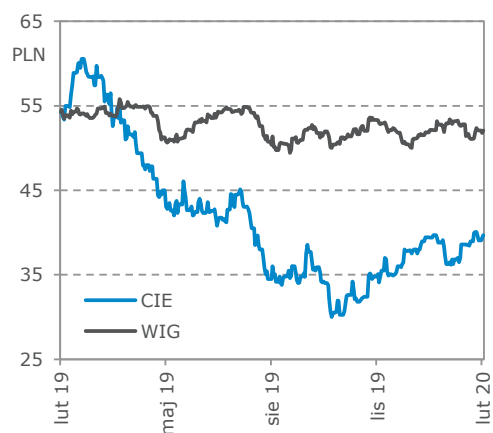
Akcjonariat

KI Chemisty s.à.r.l.	51,14%
OFE NN	5,97%
OFE Aviva	5,17%
Pozostali	37,72%

Profil spółki

Grupa Ciech jest największym w kraju producentem sody kalcyonowanej (drugim w Europie) oraz sody oczyszczonej. Spółka produkuje również sól, żywyce poliestrowe i epoksydowe, środki ochrony roślin, produkty szklane oraz inne chemikalia. Oferowane produkty mają zastosowanie w przemyśle szklarskim, spożywczym, meblowym, do produkcji detergentów, w rolnictwie oraz budownictwie. Produkcja sody we wszystkich posiadanych zakładach jest uzyskiwana poprzez zastosowanie metody Solvay'a. Grupa posiada zakłady w Polsce, Niemczech i Rumunii.

Kurs akcji CIE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Ciech	47,46	44,41	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Ciech	39,40	47,46	+20,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
EBITDA adj.	-1,5%	0,8%	1,0%
Zysk netto adj.	-4,8%	2,3%	2,7%
Soda Ciech (PLN/t)	0,0%	0,3%	0,3%
Soda vol (tys. ton)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel energ. (PLN/t)	0,0%	9,4%	9,4%
Węgiel koks. (USD/t)	1,4%	0,0%	-3,2%
Gaz ziemny (PLN/m³)	0,0%	-21,9%	-11,8%

Analityk:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

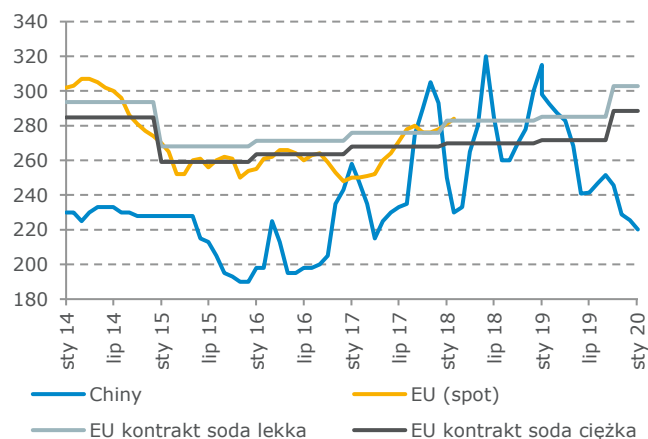
Koniunktura w segmencie sodowym

Według ICIS **ceny sody w Europie drugi rok z rzędu będą rosły** z uwagi na utrzymujący się stabilny popyt ze strony klientów, przypadki wyłączeń produkcji (przykład Govora z Grupy Ciech) oraz rosnące koszty produkcji (głównie certyfikaty CO₂ i energia elektryczna).

ICIS zwraca uwagę na **nowe powstałe moce w zakresie produkcji szkła** w Europie Środkowej oraz **zmiany percepcji konsumentów odnośnie szkodliwości środowiskowej opakowań** (w kierunku opakowań szklanych z plastikowych). Z drugiej strony agencja zwraca uwagę na **słabsze otoczenie w sektorze motoryzacyjnym** (duży odbiorca szkła płaskiego) oraz nieco wyższe oczekiwane wolumeny importu sody do Europy w 2020 roku. W długim okresie producenci sody powinni korzystać ze wzrostu produkcji samochodów elektrycznych, jako że sodę wykorzystuje się do produkcji baterii.

ICIS zwraca uwagę na **słabsze zachowanie cen sody w Chinach** z uwagi na rosnący import surowca z USA i Turcji. Zdaniem agencji Chin w 2020 roku zmniejszą ilość eksportowanego surowca z uwagi na słabsze momentum gospodarcze (wstępne deklaracje dużych chińskich producentów wskazują na spadek eksportu sody w 2020 roku). Możliwe również, że w 2020 roku w Chinach zaobserwujemy pierwsze ruchy konsolidacyjne. Naszym zdaniem dłuższa niż zazwyczaj przerwa świąteczna w Chinach (Chiński Nowy Rok) w efekcie epidemii koronawirusa może wpłynąć na spadek wolumenów produkcyjnych w Chinach, ale z uwagi że większość surowca jest zużywana wewnątrz kraju to raczej wątpliwe by miało to znaczący wpływ na notowania cen w innych częściach świata (możliwa presja na ceny głównych eksporterów do Chin czyli Turcji i USA).

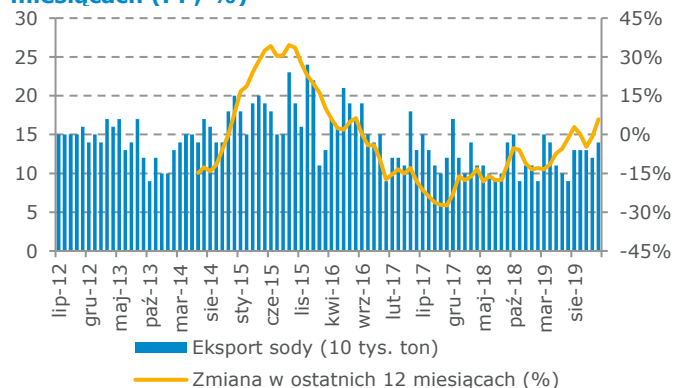
Ceny sody w Europie i Chinach (USD/t)



Źródło: Bloomberg, SunSirs, ICIS, mBank

Według danych HKTDC eksport sody z Chin w 2019 roku wyniósł 1,4 mln ton i był on o 6% r/r wyższy (dane ICIS mówią o spadku 6% r/r do 1,3 mln ton). Warto naszym zdaniem zauważyć, że **eksport sody z Chin w ciągu czterech lat spadł o 35%** z uwagi na cięcia produkcyjne związane z poprawą środowiska w tym kraju.

Miesięczny wolumen eksportu sody z Chin (LP; 10 tys. ton) i zmiana r/r w ostatnich 12-stu miesiącach (PP; %)



Źródło: China Customs Statistics

Aktualnie ICIS oczekuje **niewielkiej ilości nowych dużych projektów w zakresie produkcji Sod** i wszystkie zlokalizowane są poza Chinami i Unią Europejską. Najmniej odległym jest projekt w Kazachstanie na 400 tys. produkcji sody rocznie, który miał wystartować na przełomie 2019/20 roku, ale jak na razie termin oddania nie został zaktualizowany. Większe zaplanowane nowe moce są zakładane w latach 2023-2024 i dotyczą głównie Azji i USA. Zdaniem ICIS nowe moce w Turcji (2,5 mln ton w 2018 i 2019 roku) zostały już zaabsorbowane przez rynek azjatycki.

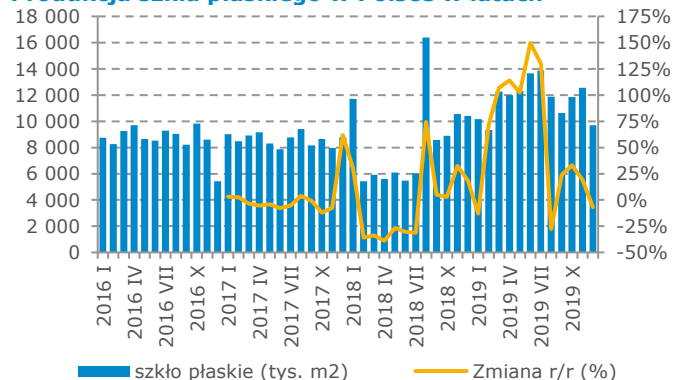
Nowe moce w zakresie produkcji sody na świecie

Spółka	Lokalizacja	Moce (tys. Ton)	Start
TATA Chemicals	Mithapur, Gujarat, India	250	2021
Yildirim Holding	Togyzkent village, Sarysu district, Zhambyl, Kazakhstan	400	19/20
Inner Mongolia Berun Group	Inner Mongolia, China	5000	2023
Sisecam Group & Ciner Group JV	Green River, Wyoming, USA	2500	2024

Źródło: Bloomberg, ICIS, mBank

W Polsce popytowi na sodę sprzyja **wzrost mocy produkcyjnych w zakresie szkła**. W 2018 i 2019 roku praktycznie swoje moce podwoiły największe huty szkła Euroglass (Ujazd) i Guardian (Częstochowa). Około 50% europejskiego zużycia sody przypada na szkło, w tym 30% na szkło płaskie. **W Polsce w 2019 roku produkcja szkła według GUS wyniosła 140 mln m² i była o 39% r/r wyższa.**

Produkcja szkła płaskiego w Polsce w latach

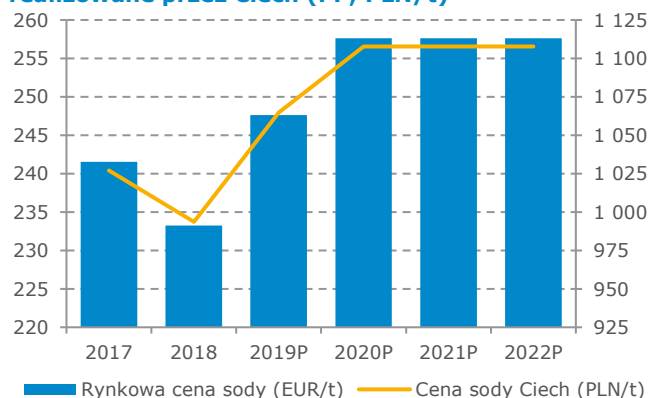


Źródło: Bloomberg, mBank

Wyniki w segmencie sodowym

W naszych prognozach zakładamy, że przy **4% r/r wyższych cenach sody w Europie w 2020 roku** Grupie Ciech uda się zrealizować ceny w PLN o 6% r/r wyższe. W efekcie przy wyższych realizowanych cenach Grupa może liczyć na **około 88 mln PLN dodatkowych przychodów** przy założeniu analogicznych wolumenów produkcji (przy założeniu, że Govora nie produkuje w 2019 roku).

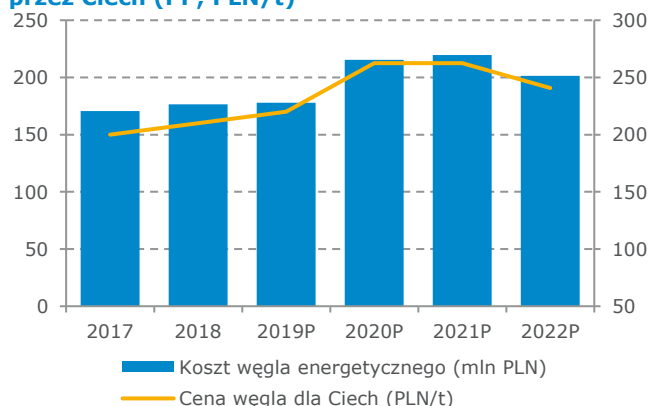
Rynkowe ceny sody w Europie (LP; EUR/t) oraz ceny realizowane przez Ciech (PP; PLN/t)



Źródło: mBank

W zakresie węgla energetycznego naszym zdaniem Ciech będzie musiał w 2020 roku ponieść **wyższe r/r wydatki** mimo oczekiwanego spadku cen na rynku. Jest to efektem głównie wygasającego trzyletniego kontraktu z LW Bogdanka, który wcześniej został zawarty w dołku cenowym. Efekt wyższych cen względem ostatnich trzech lat Ciech częściowo rekompensować będzie przez zakup surowca z zewnątrz kraju (po niższych obecnie cenach ARA). Jednak naszym zdaniem, Spółka w 2020 roku będzie się musiała zmierzyć z wyższymi o **37 mln PLN** kosztami zakupu węgla energetycznego.

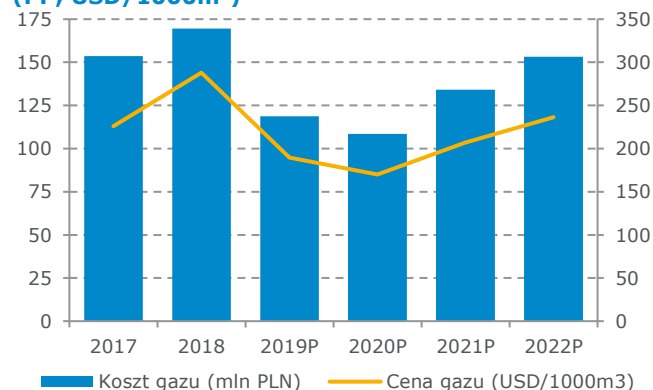
Szacunkowy koszt węgla energetycznego w Grupie Ciech (LP; mln PLN) oraz szacunkowe ceny zakupu przez Ciech (PP; PLN/t)



Źródło: mBank

Naszym zdaniem kolejny rok z rzędu Ciech może liczyć na **oszczędności po stronie zakupu gazu ziemnego**. Według naszych szacunków, zakładając spadek cen do 170 USD/1000m³ koszt zakupu gazu w Grupie Ciech **spadnie o około 10 mln PLN**.

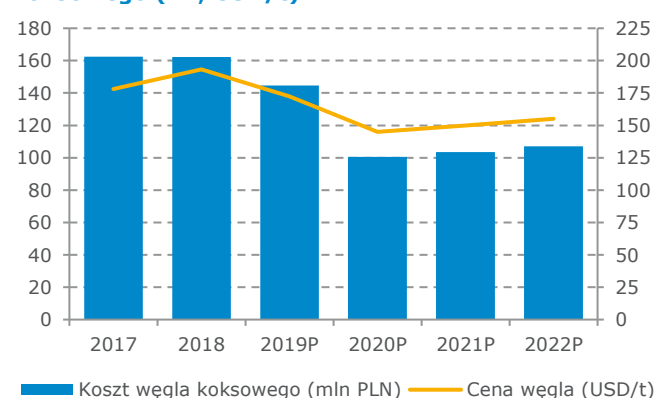
Szacunkowy koszt zakupu gazu ziemnego w Grupie Ciech (LP; mln PLN) oraz ceny rynkowe gazu (PP; USD/1000m³)



Źródło: mBank

Według naszych szacunków **spadek cen węgla koksowego** do 145 USD/t w 2020 roku przekładać się będzie na **około 44 mln PLN oszczędności** po stronie zakupu surowca. Znacząca skala spadku kosztu powinna być już widoczna w 4Q'19 oraz 1Q'20.

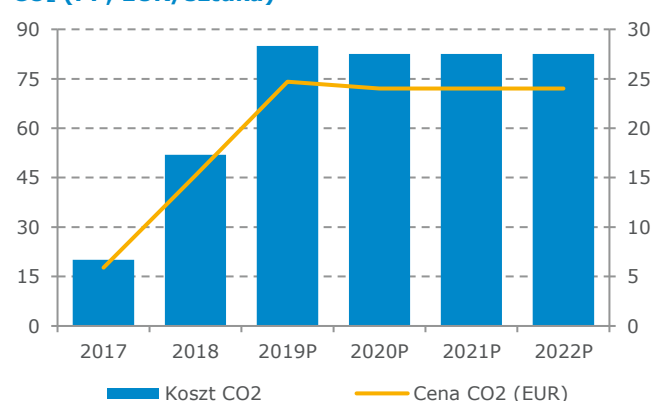
Szacunkowy koszt zakupu węgla koksowego w Grupie Ciech (LP; mln PLN) oraz ceny rynkowe węgla koksowego (PP; USD/t)



Źródło: mBank

W zakresie kosztów **zakupu certyfikatów CO₂** zakładamy, że Ciech zanotuje **zbliżone r/r koszty**. Warto zwrócić uwagę, że w 2020 roku Ciech będzie mógł sprzedać niewykorzystane certyfikaty CO₂ wygaszonej czasowo fabryki w Rumunii (kilkadziesiąt mln PLN).

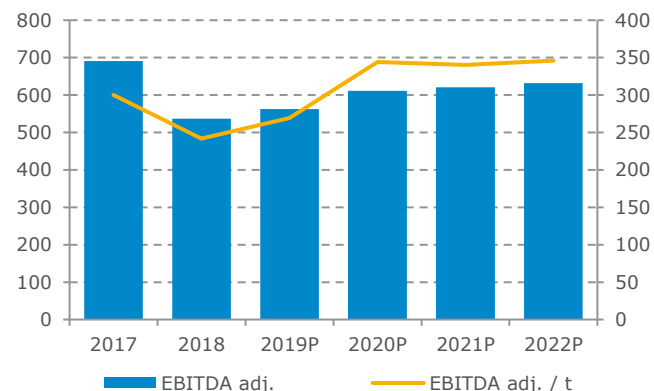
Szacunkowy koszt zakupu certyfikatów CO₂ w Grupie Ciech (LP; mln PLN) oraz ceny rynkowe certyfikatów CO₂ (PP; EUR/sztuka)



Źródło: mBank

Wyższe ceny sody (+88 mln PLN przychodów) oraz oszczędności po stronie zakupu surowców (19 mln PLN) naszym zdaniem przełożą się w 2020 roku na poprawę EBITDA Grupy Ciech. Zakładamy, że **oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA segmentu sody wzrośnie w 2020 roku o około 50 mln PLN**. Wzrost wyniku mógłby być jeszcze większe gdyby nie koszty stałe wygaszonego zakładu w Rumunii. Naszym zdaniem początkowo te sięgały około 19 mln PLN kwartalnie i z biegiem czasu będą zmniejszane wraz z ograniczeniem liczby zatrudnionych. Naszym zdaniem również w 2020 roku wyraźnie poprawi się wskaźnik generowanej EBITDA na tonie sody ze względu na wygaszenie mniej efektywnej produkcji w Rumunii.

Oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA w Grupie Ciech (LP; mln PLN) oraz EBITDA na tonę sody (PP; PLN/t)



Źródło: mBank

Wycena

Wartość Grupy Ciech szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 46,2 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 43,3 PLN/akcja.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	43,3
Wycena DCF	50%	46,2
	cena wynikowa	44,6
	cena docelowa za 9 m-cy	47,5

Wycena porównawcza

Wyniki Grupy Ciech porównujemy do wskaźników spółek zajmujących się produkcją sody na światowych rynkach oraz spółek z branży chemicznej. W wycenie decydujemy się na 20% dyskonto do grupy porównawczej ze względu na ryzyko sporów podatkowych oraz głównego dostawcy, jakim w przypadku solanki jest Skarb Państwa.

Analiza porównawcza

	Cena	P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
AKZO NOBEL	90,14	29,6	22,0	19,9	14,1	12,8	11,7
BASF SE	63,86	16,7	15,2	13,5	9,3	8,5	7,8
BAYER AG-REG	77,66	12,0	10,6	9,5	9,8	8,4	7,5
GHCL LTD	181,20	5,3	4,3	3,9	-	-	-
HONGDA XINGYE CO LTD-A	4,09	16,4	13,6	10,5	-	-	-
HUNTSMAN CORP	21,80	12,5	11,6	9,7	7,0	6,8	6,2
ICI PAKISTAN LTD	710,00	-	17,8	15,4	-	-	-
JIANG SU SUYAN JINGSHEN CO-A	6,14	8,8	8,6	8,3	-	-	-
MISR CHEMICAL INDUSTRIES	5,75	-	7,3	6,5	-	-	-
OCI CO LTD	64 100,00	-	240,2	17,5	14,4	8,4	5,4
QINGDAO CITYMEDIA CO LTD-A	7,89	13,5	12,6	11,4	-	-	-
SESODA CORP	24,20	19,7	18,8	18,1	-	-	-
SODA SANAYII	6,36	5,3	-	-	-	-	-
SOLVAY SA	98,66	11,0	12,4	11,1	6,5	6,5	6,1
TANGSHAN SANYOU CHEMICAL I-A	6,30	16,8	12,4	9,3	-	-	-
TATA CHEMICALS LTD	759,85	18,4	17,3	15,5	11,4	11,1	9,8
TESSENDERLO CHEMIE	31,50	16,0	12,1	11,2	5,5	4,9	4,2
WACKER CHEMIE AG	72,54	53,2	27,5	19,0	6,0	6,5	5,4
Maksimum		53,2	240,2	19,9	14,4	12,8	11,7
Minimum		5,3	4,3	3,9	5,5	4,9	4,2
Mediana		16,2	12,6	11,2	9,3	8,4	6,2
Grupa Ciech		16,0	9,1	9,0	6,7	5,7	5,5
premia (dyskonto)		-1,4%	-27,9%	-19,4%	-28,0%	-32,4%	-11,5%

Implikowana wycena

Mediana	16,2	12,6	11,2	9,3	8,4	6,2
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika			50%		50%	
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%

Wartość firmy na akcję (PLN) 43,3

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec lutego 2020 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2018 roku.

Założenia odnośnie wolumenu sprzedaży oraz poziomu cen i kursów walutowych

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż sody (tys. ton)	2 100	2 220	2 295	2 300	2 220	2 087	1 775	1 825	1 825
Soda Polska (tys. ton)		1 210	1 305	1 300	1 280	1 232	1 250	1 275	1 275
US Govora (tys. ton)		460	440	450	440	355	0	0	0
Sodawerk (tys. ton)		550	550	550	500	500	525	550	550
Rynkowa cena sody kalcynowanej (EUR/t)	225	234	241	242	233	248	258	258	258
Rynkowa cena sody kalcynowanej (USD/t)	289	263	267	272	276	278	296	308	308
Realizowana cena sody kalcynowanej (PLN/t)	705	767	819	810	814	848	897	897	897
dyskonto/premia (%)	-25%	-21%	-22%	-21%	-18%	-20%	-19%	-19%	-19%
Liczba pracowników w segmencie sodowym	2 308	2 384	2 516	2 514	2 519	2 494	2 244	2 190	2 190
Średnia pensja w segmencie sodowym (tys. PLN / miesiąc)	7,1	6,4	7,2	7,3	7,2	7,5	7,8	8,1	8,2
Cena węgla w Soda Polska (PLN/t)	255,0	217,5	193,8	200,0	210,0	220,0	262,5	262,5	240,6
Cena węgla w Soda Polska (USD/t)	78,1	58,8	49,2	53,0	58,3	57,4	70,7	72,9	66,8
Cena energii w US Govora (PLN/MWh)	1 596,0	1 596,0	942,1	942,1	942,1	1 479,1	1 582,6	1 582,6	1 808,7
Cena energii w US Govora (USD/MWh)	489,1	431,3	239,1	249,5	261,7	386,2	426,0	439,6	502,4
Cena gazu w Soda Deutschland (PLN/tys. m ³)	1 067,5	898,4	681,6	853,3	1 036,8	725,7	631,6	745,0	851,5
Cena gazu w Soda Deutschland (USD/tys. m ³)	327,1	242,8	173,0	226,0	288,0	189,5	170,0	207,0	236,5
Cena węgla koksowego (PLN/t)	409,5	378,3	470,5	672,3	695,7	659,9	538,7	540,0	558,0
Cena węgla koksowego (USD/t)	125,5	102,2	119,4	178,0	193,2	172,3	145,0	150,0	155,0
Cena uprawnień CO ₂ (EUR/t)	6,2	7,9	5,4	5,9	15,3	24,7	24,0	24,0	24,0
Średni kurs EUR/PLN	4,18	4,15	4,36	4,25	4,26	4,30	4,30	4,30	4,30
Średni kurs USD/PLN	3,26	3,70	3,94	3,78	3,60	3,83	3,72	3,60	3,60

Zródło: mBank

Założenia sprzedaży i poziomu EBITDA poszczególnych segmentów Grupy Ciech

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Segment sodowy									
Przychody	2 054	2 241	2 447	2 430	2 423	2 398	2 297	2 420	2 459
EBITDA	477	630	799	704	540	489	621	630	641
marża EBITDA	23,2%	28,1%	32,7%	29,0%	22,3%	20,4%	27,0%	26,1%	26,1%
Segment organiczny									
Przychody	805	770	766	872	886	885	871	896	929
EBITDA	66	86	78	97	76	68	69	72	76
marża EBITDA	8,3%	11,1%	10,2%	11,1%	8,6%	7,6%	7,9%	8,0%	8,2%
Segment krzemianowy									
Przychody	351	175	190	229	249	249	254	259	264
EBITDA	36	34	35	37	34	41	40	41	40
marża EBITDA	10,2%	19,2%	18,2%	16,1%	13,8%	16,6%	15,8%	15,7%	15,0%
Pozostałe									
Przychody	34,1	86,9	52,5	48,6	48,6	44,5	44,5	44,5	44,5
EBITDA	-52,9	-41,7	-32,9	-4,8	8,5	-43,7	-43,7	-43,7	-43,7
marża EBITDA	-155,4%	-48,0%	-62,8%	-9,9%	17,5%	-98,2%	-98,2%	-98,2%	-98,2%

Zródło: mBank

Założenia odnośnie poziomu nakładów inwestycyjnych w Grupie Ciech

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Soda oczyszczona w Niemczech (50 tys. ton)	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	0,0	0,0	0,0
Fabryka soli warzonej w Niemczech (450 tys. ton)	0,0	0,0	0,0	0,0	88,0	120,0	232,0	0,0	0,0
Nowe inwestycje w segmencie solnym	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Modernizacja elektrociepłowni Janikowo	0,0	0,0	150,0	150,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nowe moce w Sodzie Polskiej (z 600 na 800K)	60,0	150,0	90,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Solvay nowy kontrakt	0,0	0,0	35,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oczyszczalnia ścieków Sarzyna	5,0	9,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Akwizycja Proplan	0,0	0,0	0,0	0,0	189,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odtworzeniowe	224,7	328,7	180,0	249,4	293,3	106,7	249,8	277,3	302,5
Suma	289,7	487,7	458,0	402,4	653,5	329,7	714,8	400,3	305,5

Źródło: mBank

Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	3 576,9	3 466,0	3 620,1	3 695,9	3 727,9	3 751,6	3 767,2	3 783,1	3 799,4	3 816,2	3 834,3
zmiana	-2,6%	-3,1%	4,4%	2,1%	0,9%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
EBITDA	554,4	685,8	699,1	713,2	709,7	704,1	692,2	680,2	668,0	655,5	642,8
marża EBITDA	15,5%	19,8%	19,3%	19,3%	19,0%	18,8%	18,4%	18,0%	17,6%	17,2%	16,8%
Amortyzacja	312,2	326,2	336,1	324,7	320,3	327,4	334,7	341,9	347,9	351,7	354,7
EBIT	242,2	359,6	362,9	388,5	389,4	376,7	357,5	338,3	320,1	303,7	288,0
marża EBIT	6,8%	10,4%	10,0%	10,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,9%	8,4%	8,0%	7,5%
Opodatkowane EBIT	56,4	63,3	63,9	70,2	71,1	68,8	65,1	61,2	57,5	54,2	51,1
NOPLAT	185,8	296,3	299,1	318,3	318,3	307,8	292,4	277,1	262,6	249,5	237,0
CAPEX	-329,7	-714,8	-400,3	-305,5	-311,4	-323,3	-330,4	-337,7	-344,9	-350,9	-354,7
Kapitał obrotowy	-196,3	11,4	-15,8	-7,8	-3,3	-2,4	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-28,0	-80,9	219,1	329,7	323,9	309,5	295,2	279,6	263,9	248,7	235,1
WACC	6,5%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
współczynnik dyskonta	1,00	0,95	0,89	0,83	0,78	0,73	0,68	0,63	0,59	0,55	0,51
PV FCF	-28,3	-76,6	194,4	273,7	251,3	224,5	200,0	176,9	155,9	137,1	120,8

WACC	6,5%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt długu	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Efektywna stopa podatkowa	31,6%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
Dług netto / EV	44,5%	46,7%	46,2%	44,7%	43,7%	42,8%	42,1%	41,4%	40,7%	40,1%	39,3%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	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	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	4 698,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 589,7
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 508,8
Wartość firmy (EV)	4 098,6
Dług netto	1 464,1
Inne aktywa nieoperacyjne	-200,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,3
Wartość firmy	2 433,3
Liczba akcji (mln)	52,7
Wartość firmy na akcję (PLN)	46,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	49,1

EV/EBITDA ('20) dla ceny docelowej	6,4
P/E ('20) dla ceny docelowej	11,3
Udział TV w EV	63,2%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	25,5	29,8	35,5	43,5	75,5
WACC +0,5 p.p.	29,5	34,7	41,7	51,8	96,3
WACC	34,2	40,4	49,1	62,1	127,3
WACC -0,5 p.p.	39,5	47,1	58,1	75,4	178,7
WACC -1,0 p.p.	45,7	55,2	69,3	92,9	281,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	3 273,0	3 455,3	3 579,4	3 672,7	3 576,9	3 466,0	3 620,1	3 695,9	3 727,9
zmiana	0,9%	5,6%	3,6%	2,6%	-2,6%	-3,1%	4,4%	2,1%	0,9%
Segment sodowy	2 241,2	2 446,6	2 429,9	2 422,6	2 398,0	2 296,6	2 420,1	2 458,6	2 476,4
Segment organiczny	769,9	766,1	871,6	885,7	885,4	870,9	896,5	928,6	937,5
Segment krzemianowy	175,0	190,2	229,3	249,0	249,0	254,0	259,1	264,2	269,5
Pozostałe	86,9	52,5	48,6	48,6	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5
Koszty wytworzenia	2 398,9	2 415,7	2 662,7	2 909,2	2 834,9	2 693,1	2 833,9	2 881,0	2 908,4
Koszty sprzedaży	192,9	231,5	263,5	271,7	255,4	227,3	236,0	239,2	242,5
Koszty zarządu	155,8	158,0	141,4	145,0	185,0	177,9	179,2	180,5	181,8
Saldo pozostałej dział. oper.	-35,6	10,1	77,0	32,5	-59,4	-8,1	-8,1	-6,7	-5,8
EBIT	489,8	660,3	588,8	379,2	242,2	359,6	362,9	388,5	389,4
zmiana	52,2%	34,8%	-10,8%	-35,6%	-36,1%	48,5%	0,9%	7,0%	0,2%
marża EBIT	15,0%	19,1%	16,4%	10,3%	6,8%	10,4%	10,0%	10,5%	10,4%
EBITDA	707,5	883,8	833,2	654,4	554,4	685,8	699,1	713,2	709,7
Segment sodowy	629,9	799,4	704,4	539,9	489,0	620,7	630,5	641,2	641,1
Segment organiczny	85,7	77,8	96,8	76,4	67,7	68,7	71,6	75,9	73,0
Segment krzemianowy	33,6	34,7	36,8	34,4	41,4	40,1	40,7	39,7	39,2
Pozostałe	-41,7	-32,9	-4,8	8,5	-43,7	-43,7	-43,7	-43,7	-43,7
Wynik na działalności finansowej	-212,6	-36,0	-73,3	-68,6	-49,4	-68,2	-68,7	-65,2	-61,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	277,4	625,0	515,7	311,1	190,3	291,3	294,2	323,3	327,5
Podatek dochodowy	-68,6	30,8	121,8	127,6	60,1	63,3	63,9	70,2	71,1
Udziałowcy mniejszościowi	3,0	0,6	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk netto	343,0	593,5	393,4	183,0	130,1	228,0	230,3	253,1	256,3
zmiana	105,2%	73,0%	-33,7%	-53,5%	-28,9%	75,2%	1,0%	9,9%	1,3%
marża	10,5%	17,2%	11,0%	5,0%	3,6%	6,6%	6,4%	6,8%	6,9%
Amortyzacja	217,7	223,5	244,4	275,2	312,2	326,2	336,1	324,7	320,3
EBITDA	707,5	883,8	833,2	654,4	554,4	685,8	699,1	713,2	709,7
zmiana	34,4%	24,9%	-5,7%	-21,5%	-15,3%	23,7%	1,9%	2,0%	-0,5%
marża EBITDA	21,6%	25,6%	23,3%	17,8%	15,5%	19,8%	19,3%	19,3%	19,0%
EBITDA skorygowana		873,7	808,1	633,5	626,9	685,8	699,1	713,2	709,7
Zysk Netto skorygowany		585,3	373,1	166,1	188,8	228,0	230,3	253,1	256,3
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7
EPS	6,5	11,3	7,5	3,5	2,5	4,3	4,4	4,8	4,9
CEPS	10,6	15,5	12,1	8,7	8,4	10,5	10,7	11,0	10,9
ROAE	25,5%	33,6%	18,0%	9,3%	6,5%	10,2%	9,8%	10,4%	10,2%
ROAA	8,8%	13,2%	8,5%	3,8%	2,7%	4,4%	4,4%	4,8%	4,8%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	3 910,3	4 501,9	4 643,5	4 831,3	4 892,8	5 195,6	5 276,8	5 285,9	5 289,6
Majątek trwały	2 860,3	3 209,5	3 205,0	3 558,7	3 576,6	3 966,2	4 031,8	4 014,4	4 007,6
Wartość niematerialne i prawne	78,5	65,2	108,4	317,4	349,6	420,2	459,4	489,1	519,4
Rzeczowe aktywa trwałe	2 336,4	2 623,7	2 712,3	2 857,2	2 842,9	3 161,9	3 188,3	3 141,2	3 104,1
Wartość firmy	62,4	64,2	61,4	140,7	140,7	140,7	140,7	140,7	140,7
Należności długoterminowe	89,6	99,3	81,7	64,6	64,6	64,6	64,6	64,6	64,6
Inwestycje długoterminowe	79,7	157,3	133,9	101,7	101,7	101,7	101,7	101,7	101,7
Długoterminowe RM	213,7	199,9	107,4	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Majątek obrotowy	1 049,9	1 292,4	1 438,5	1 272,6	1 316,2	1 229,4	1 245,0	1 271,5	1 282,1
Zapasy	293,6	299,3	364,5	438,5	492,9	477,6	498,8	509,3	513,7
Należności krótkoterminowe	469,7	502,0	509,8	595,2	668,9	648,2	677,0	691,2	697,2
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	50,8	60,0	58,0	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8
Środki pieniężne	202,9	414,4	489,8	192,1	108,1	57,8	22,7	24,2	24,3
Krótkoterminowe RM	32,9	16,8	16,5	16,9	16,5	16,0	16,7	17,0	17,2

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
PASYWA	3 910,3	4 501,9	4 643,5	4 831,3	4 892,8	5 195,6	5 276,8	5 285,9	5 289,6
Kapitał własny	1 345,6	1 766,8	2 187,6	1 969,8	1 999,9	2 227,9	2 344,2	2 436,0	2 502,5
Kapitał akcyjny	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6
Kapitał zapasowy	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8
Zysk z lat ubiegłych	577,3	1 020,5	1 413,9	1 197,5	1 327,6	1 555,5	1 671,8	1 763,7	1 830,2
Udziały mniejszości	-4,1	-3,3	-3,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania długoterminowe	1 643,0	1 573,4	1 265,0	1 482,8	1 482,8	1 582,8	1 512,8	1 412,8	1 342,8
Dług	1 516,7	1 365,0	1 150,6	1 358,4	1 358,4	1 458,4	1 388,4	1 288,4	1 218,4
Zobowiązania krótkoterminowe	629,7	909,0	962,8	1 059,3	1 093,8	1 072,2	1 102,2	1 116,9	1 123,1
Zobowiązania handlowe	585,9	743,5	758,6	761,5	695,9	674,4	704,3	719,1	725,3
Dług	43,8	165,6	204,2	297,8	397,8	397,8	397,8	397,8	397,8
Rezerwy na zobowiązania	156,4	174,3	150,7	200,3	200,3	200,3	200,3	200,3	200,3
Pozostałe	139,7	81,7	80,4	118,7	115,6	112,0	117,0	119,5	120,5
Dług	1 560,5	1 530,5	1 354,8	1 656,2	1 756,2	1 856,2	1 786,2	1 686,2	1 616,2
Dług netto	1 357,5	1 116,1	865,1	1 464,1	1 648,1	1 798,4	1 763,5	1 662,0	1 592,0
(Dług netto / Kapitał własny)	100,9%	63,2%	39,5%	74,3%	82,4%	80,7%	75,2%	68,2%	63,6%
(Dług netto / EBITDA)	1,9	1,3	1,0	2,2	3,0	2,6	2,5	2,3	2,2
BVPS	25,5	33,5	41,5	37,4	37,9	42,3	44,5	46,2	47,5

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	457,1	836,9	628,8	453,9	309,3	632,7	617,9	633,4	633,1
Zysk netto	343,0	593,5	393,4	183,0	130,1	228,0	230,3	253,1	256,3
Amortyzacja	217,7	223,5	244,4	275,2	312,2	326,2	336,1	324,7	320,3
Kapitał obrotowy	-97,1	97,2	-65,9	-97,1	-196,3	11,4	-15,8	-7,8	-3,3
Pozostałe	-6,6	-77,3	56,9	92,8	63,3	67,2	67,3	63,4	59,8
Przepływy inwestycyjne	-486,1	-445,6	-389,1	-626,7	-329,7	-714,8	-400,3	-305,5	-311,4
CAPEX	-487,7	-458,0	-402,4	-595,0	-329,7	-714,8	-400,3	-305,5	-311,4
Inwestycje kapitałowe	1,6	12,4	13,3	-31,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	182,8	-179,9	-164,3	-124,9	-63,6	31,8	-252,7	-326,4	-321,7
Dług	227,9	-27,4	-159,1	273,8	0,0	100,0	-70,0	-100,0	-70,0
Dywidendy/buy-back	0,0	-150,2	0,0	-395,2	0,0	0,0	-114,0	-161,2	-189,8
Pozostałe	-45,1	-2,3	-5,2	-3,4	-63,6	-68,2	-68,7	-65,2	-61,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	153,8	211,4	75,4	-297,6	-84,0	-50,3	-35,1	1,5	0,0
Środki pieniężne na koniec okresu	202,9	414,4	489,8	192,1	108,1	57,8	22,7	24,2	24,3
DPS (PLN)	0,00	2,85	0,00	7,50	0,00	0,00	2,16	3,06	3,60
FCF	222,2	386,9	234,1	-170,0	-28,0	-80,9	219,1	329,7	323,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-14,9%	-13,3%	-11,2%	-16,2%	-9,2%	-20,6%	-11,1%	-8,3%	-8,4%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	6,1	3,5	5,3	11,3	16,0	9,1	9,0	8,2	8,1
P/CE	3,7	2,5	3,3	4,5	4,7	3,7	3,7	3,6	3,6
P/BV	1,5	1,2	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	6,5%	12,1%	8,0%	-4,8%	-0,8%	-2,1%	5,7%	8,8%	8,8%
EV/EBITDA	4,8	3,6	3,5	5,4	6,7	5,7	5,5	5,2	5,2
EV/EBIT	7,0	4,8	5,0	9,3	15,4	10,8	10,6	9,6	9,4
EV/S	1,0	0,9	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
CFO/EBITDA	65%	95%	75%	69%	56%	92%	88%	89%	89%
Dywidend	0,0%	7,2%	0,0%	19,0%	0,0%	0,0%	5,5%	7,8%	9,1%
Cena (PLN)	39,40	39,40	39,40	39,40	39,40	39,40	39,40	39,40	39,40
L. akcji na koniec okresu (mln)	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7
MC (mln PLN)	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4	2 076,4
Kapitał udział. mniej. (mln PLN)	-4,1	-3,3	-3,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV (mln PLN)	3 429,8	3 189,2	2 938,5	3 540,7	3 724,8	3 875,0	3 840,2	3 738,6	3 668,6

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorowi prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 lutego 2020 o godzinie 08:26.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 lutego 2020 o godzinie 08:26.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Rzeczowe, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04
cena docelowa (PLN)	44,41	42,03	41,72	55,00	68,11	68,66	75,82
kurs z dnia rekomendacji	36,40	34,00	41,60	42,65	44,85	54,80	52,40

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl