



6 października 2009

Aktualizacja raportu



Przemysł chemiczny

Polska

Cena bieżąca	39,9 PLN
Cena docelowa	41,7 PLN
Kapitalizacja	1,117 mld PLN
Free float	0,429 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	3,18 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	36,68%
Pioneer Pekao IM	18,77%
OFE PZU	6,12%

Pozostali	38,43%
-----------	--------

Prezentacja sektora

Obserwowana obecnie poprawa globalnej koniunktury znajduje bezpośrednie przełożenie we wzroście popytu na chemikalia. Wyższe wolumeny pozwalają na poprawę wyników finansowych, a stabilizacja cen surowców pozytywnie nastraja na kolejne kwartały jeśli chodzi o poziom realizowanych marż. Z punktu widzenia polskich producentów negatywnym czynnikiem jest umacniający się kurs złotego, który wywołuje presję na ceny dla odbiorców krajowych.

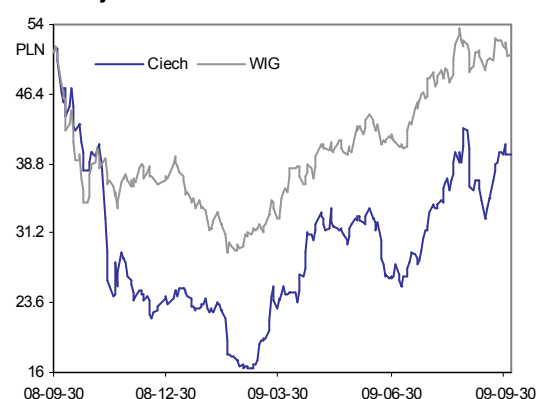
Profil spółki

Grupa Ciech jest największą firmą chemiczną w Polsce. Podstawowe działy w znacznym stopniu zdywersyfikowanego portfela holdingu to segment sodowy (II-gi gracz w Europie), organiczny (TDI, EPI, żywice epoksydowe) oraz agrochemiczny (nawozy, środki ochrony roślin). Grupa posiada zakłady w Polsce, Niemczech i Rumunii.

Ważne daty

30.10- wygaśnięcie umowy standstill z bankami
16.11- publikacja raportu za 3Q'09

Kurs akcji Ciech na tle WIG



Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Ciech

CECH.WA; CIE PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Za wcześnie na dyskontowanie boomu

Ostatnie tygodnie upływały pod znakiem procesu prywatyzacyjnego Ciechu i oczekiwań dotyczących składanych ofert kupna podgrzewanych przez wypowiedzi przedstawicieli Nafty Polskiej. Nadal nie wyjaśniła się kwestia konsolidacji zadłużenia. Obecnie finalizacja negocjacji z bankami planowana jest na koniec października. Zakończenie tych dwóch procesów powodzeniem może stanowić wsparcie dla kursu Ciechu, aczkolwiek nie ma to wpływu na naszą wycenę. Nasz model opieramy na scenariuszu systematycznej poprawy marż jednostkowych w segmencie organicznym oraz wzrostu wolumenów w spółkach sodowych, jednak nie zakładamy powrotu rekordowych rentowności z 2007 roku. Uwzględniając wyższą wycenę porównawczą, podnosimy naszą cenę docelową do 41,7 PLN/akcję i w kontekście aktualnego kursu nie zmieniamy rekomendacji trzymaj. Spółka na bazie oczyszczonego wskaźnika EV/EBITDA dla roku 2010 (5,5) jest notowana podobnie do innych podmiotów z branży. Istotna poprawa wyników na podstawowej działalności operacyjnej w przyszłym roku jest więc już przez inwestorów uwzględniana.

Wyniki za 2Q'09 - bardzo słaba jakość

Raport Ciechu za 2Q'09 okazał się dużym rozczarowaniem, gdyż po oczyszczeniu wyników o wpływ rozwiązanych rezerw (84 mln PLN) okazały się one znacznie gorsze w ujęciu q/q, co nie korespondowało z wcześniejszymi wypowiedziami Prezesa Kunickiego. Najbardziej zawiódł segment sodowy z uwagi na spadek wolumenów oraz organiczny, gdzie nastąpiło pogorszenie marż jednostkowych w związku ze wzrostem cen surowca.

Perspektywa na 2H'09 i 2010 rok

W drugim półroczu wyniki Ciech z podstawowej działalności operacyjnej powinny się znacząco poprawić w relacji do 2Q'09, przede wszystkim w związku z obserwowaną poprawą marż w organice oraz zmniejszeniem strat w agrochemii (niższa strata na sprzedaży nawozów). Dodatkowym wsparciem powinny być zyski ze sprzedaży kawern, które w całym roku mogą sięgnąć około 28 mln PLN. Kontynuacja ożywienia w światowej gospodarce przyniesie naszym zdaniem znaczący wzrost wyników w 2010 roku, zarówno w związku ze wzrostem cen TDI i żywic epoksydowych, jak i wyższymi wolumenami sprzedaży sody (skonsolidowana EBITDA 466 mln PLN vs. oczyszczone 309 mln PLN w 2009 roku).

Możliwe dezinvestycje

Wartość aktywów, które można sklasyfikować jako możliwe do sprzedaży, szacujemy na około 210 mln PLN. Prawie połowa tej kwoty została już praktycznie spieniężona w ostatnich dniach poprzez finalizację transakcji dotyczącej kawern w niemieckiej spółce sodowej (25 mln EUR). Pozostałe dezinvestycje to pakiet w firmie ubezpieczeniowej PTU (około 75 mln PLN), Polfa Ciech i Boruta-Kolor (około 21 mln PLN) oraz nieruchomości na Powązkowskiej (16 mln PLN). Zwracamy także uwagę na posiadany przez Ciech pakiet akcji w ZA Tarnów o rynkowej wartości sięgającej 44 mln PLN.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3415,0	3781,3	3658,7	3885,2	4184,2
EBITDA	222,3	459,7	420,9	466,3	538,7
marża EBITDA	6,5%	12,2%	11,5%	12,0%	12,9%
EBIT	43,0	256,4	196,1	221,2	280,1
Zysk netto	-31,7	44,5	37,0	80,4	114,2
DPS	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00
P/E	-	25,1	30,2	13,9	9,8
P/CE	7,6	4,5	4,3	3,4	3,0
P/BV	1,0	1,3	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA	10,2	5,9	6,5	5,9	5,2
DYield	5,3%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%

2Q'09- zyski tylko dzięki odwróceniu rezerw

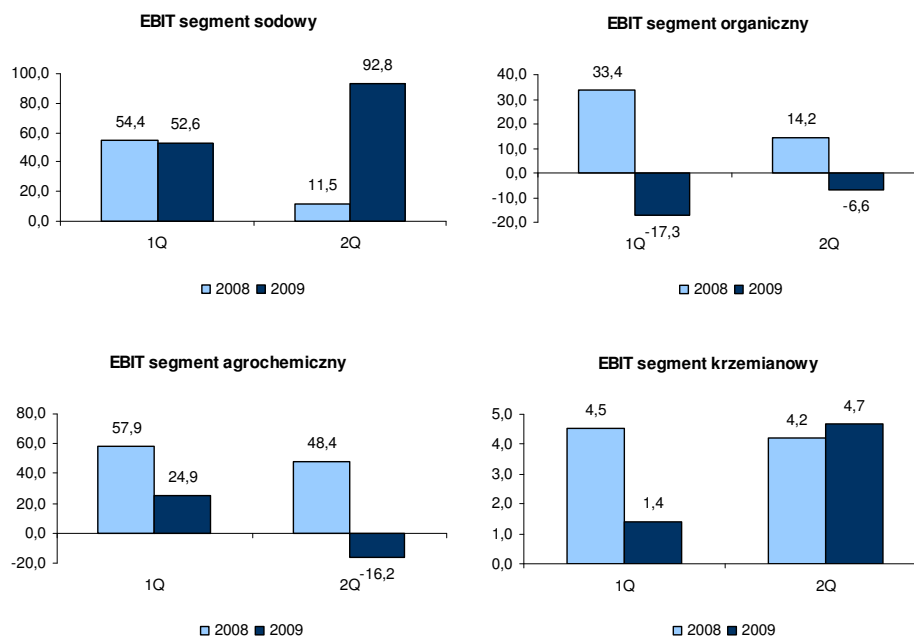
Wynik operacyjny Ciechu w 2Q był znacząco wyższy od naszych oczekiwań, aczkolwiek został wygenerowany poprzez rozwiązanie rezerw (rezerwy środowiskowe w Zachemie, Organice i Soda Deutschland oraz rezerwa na zobowiązania prywatyzacyjne w US Govora), które pozwoliło na osiągnięcie dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie 84 mln PLN. Oznacza to, że oczyszczony wynik operacyjny jest istotnie gorszy od naszych szacunków (-12 mln PLN vs. 47,5 mln PLN). Zawiódł przede wszystkim segment sodowy, który po oczyszczeniu o wspomniane one-offy wygenerował EBIT na poziomie 36 mln PLN vs. oczekiwane 48 mln PLN. Segment organiczny również rozczarował, generując stratę operacyjną na poziomie -32 mln PLN vs. prognozowana -11,8 mln PLN, co oznacza pogorszenie q/q mimo wyższych wolumenów produkcji TDI i nie napawa optymizmem na kolejne kwartały w kontekście wzrostu cen wsadu petrochemicznego. Segment agrochemiczny także był w 2Q'09 pod kreską, osiągając EBIT -16 mln PLN vs. oczekiwane przez nas +7,8 mln PLN, co miało związek z upłynianiem zapasów nawozów po cenach poniżej kosztu wytworzenia (wyraźny spadek zapasów q/q o 74 mln PLN). Na poziomie działalności finansowej saldo było ujemne i sięgnęło -62 mln PLN, czyli znacznie więcej niż prognozowaliśmy (-30 mln PLN), co prawdopodobnie jest związane z kolejnym przesunięciem transakcji opcyjnych do rachunkowości zabezpieczeń (Spółka pokazała tylko stratę na pożyczce do niemieckiej spółki zależnej i koszty odsetek). Pozytywną informacją w wynikach 2Q jest fakt zmniejszenia zadłużenia netto Grupy o 122 mln PLN do poziomu 1,6 mld PLN, głównie dzięki wysokim przepływom pieniężnym z działalności operacyjnej w kwocie 141 mln PLN (efekt spadku zapasów i należności o prawie 150 mln PLN).

Skonsolidowane kwartalne wyniki Grupy Ciech

(mln PLN)	IIQ 2009	IIQ 2008	zmiana	IIQ 2009P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs konsensus	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	877,9	1 026,3	-14%	923,8	-5%	947,0	-7%	1 848,7	2 057,3	-10%
EBITDA	123,5	124,8	-1%	109,7	13%	-	-	250,2	328,4	-24%
marża EBITDA	14,1%	12,2%	-	11,9%	-	-	-	13,53%	15,96%	-
EBIT	72,1	78,6	-8%	47,5	52%	48,1	50%	136,7	229,7	-40%
Zysk brutto	10,0	73,8	-86%	18,5	-46%	-	-	61,9	197,6	-69%
Zysk netto	5,0	52,7	-91%	13,7	-64%	15,2	-67%	36,9	143,9	-74%

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE, PAP

Wynik operacyjny wg. segmentów działalności

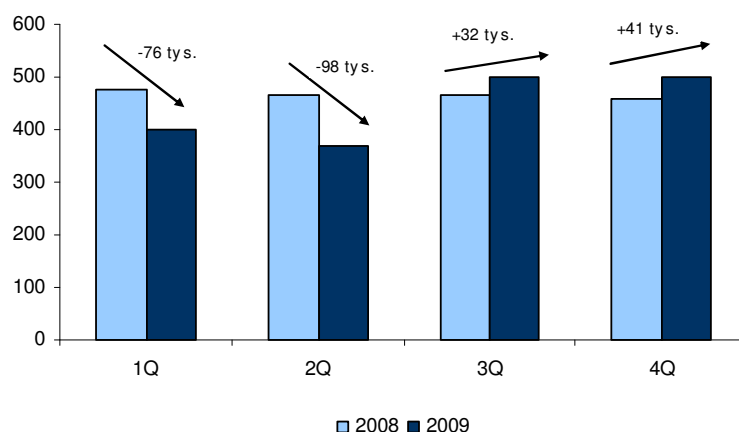


Źródło: Ciech

Segment sodowy- powrót wolumenów przy niższych marżach

Segment sodowy w obecnym trudnym otoczeniu zewnętrznym stanowi ważny czynnik stabilizujący przepływy pieniężne w Grupie Ciech. W pierwszym półroczu, a w szczególności w 1Q Spółka notowała na tej działalności rekordowe marże (wynik operacyjny ponad 52 mln PLN), co było efektem wysokiego kursu EUR (ceny z krajowymi odbiorcami ustalono na początku roku w otoczeniu słabego złotego i wysokich walutowych cenach sody) oraz taniejących surowców (węgla i koksu). Spadające wolumeny sprzedaży w 2Q skłoniły jednak Ciech do obniżenia cen produktu i stąd należy oczekiwać obniżenia marż jednostkowych w 2H'09. Ten efekt powinien być jednak zamortyzowany poprzez wzrost sprzedaży ilościowej (Zarząd spodziewa się nawet 500 tys. ton w 3Q vs. 399 tys. ton w 1Q i 369 tys. ton w 2Q). Spodziewamy się, że EBIT segmentu w 3Q'09 (bez czynników jednorazowych) będzie zbliżony do tego z 2Q (36 mln PLN po uwzględnieniu 56,5 mln PLN z rozwiązania rezerw). Dodatkowo Spółka zakłada prawdopodobnie część zysków ze sprzedaży kawern w Niemczech, które w całym roku mogą sięgnąć około 28 mln PLN. W całym 2009 roku raportowany EBIT na tej działalności powinien sięgnąć aż 252 mln PLN, co ze względu na obecne w tej kwocie pozycje jednorazowe (około 86 mln PLN) nie będzie do powtórzenia w przyszłym roku. Oczyszczony zysk operacyjny będzie jednak w 2010 roku w naszej opinii lepszy, głównie dzięki zakładanej wyższej sprzedaży wolumenowej (+11%), poprawie efektywności w spółce rumuńskiej oraz niższym cenom energii w Niemczech. Kwestia niższego kursu EUR/PLN nie powinna mieć w tym kontekście istotnego znaczenia, gdyż w tym roku Spółka na słabej złotówce korzysta w niewielkim stopniu z uwagi na transakcje zabezpieczające (w 1H'09 z tytułu rachunkowości zabezpieczeń EBIT segmentu został obniżony o 21 mln PLN).

Wolumenowa sprzedaż sody w ujęciu kwartalnym

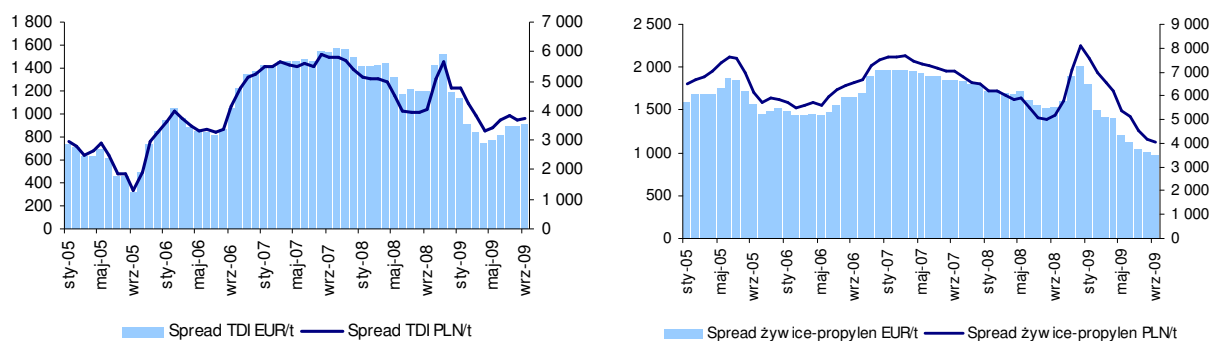


Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Organika- największy potencjał poprawy w 2010 roku

Wyniki segmentu organicznego w pierwszym półroczu 2009 stanowiły główne obciążenie dla skonsolidowanego zysku operacyjnego Ciech. Po wyłączeniu jednorazowych przychodów z rozwiązanych rezerw (+26,3 mln PLN) EBIT na tej działalności wyniósł -49 mln PLN vs. +48 mln PLN w 1H'08. Głównym powodem tak słabych rezultatów był drastyczny spadek marż jednostkowych na tych produktach z uwagi na spadek ich cen (wolumeny nie ucierpiały w znacznym stopniu, a w przypadku TDI z uwagi na wzrost mocy wytwórczych Zachemu nawet wzrosły), przy jednoczesnym odbiciu notowań ropy i petrochemikaliów. Obecnie sytuacja ta zaczyna się jednak poprawiać czemu sprzyja ożywienie popytu i stabilizacja cen surowca. Na razie jest to przede wszystkim widoczne w przypadku TDI (ceny na rynku chińskim wzrosły o 25%), aczkolwiek w naszej opinii podobnych tendencji można w najbliższych miesiącach oczekiwać także w przypadku żywic epoksydowych. Właśnie taki scenariusz uwzględniamy w naszych prognozach na najbliższe lata, co implikuje poprawę wyniku operacyjnego segmentu w 2010 aż o 84 mln PLN (15,8 mln PLN vs. -68,4 mln PLN w 2009 roku po oczyszczeniu o wspomniane wcześniej rozwiązanie rezerw).

Spready przerobowe na TDI* i żywicach epoksydowych w EUR/t i PLN/t

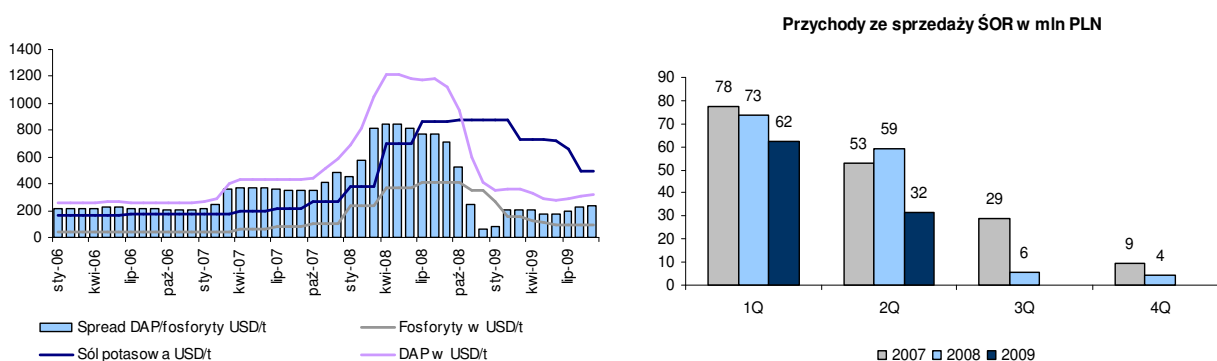


*spread na TDI w relacji do ważonego kosztu toluenu i kwasu azotowego
Źródło: Bloomberg, ICIS-LOR, szacunki DI BRE

Agrochemia- wartość dodana ze środków ochrony roślin

Segment agrochemiczny w 1H'09 pozostawał pod wpływem trudnej sytuacji na rynku nawozowym i koniecznością sprzedaży produktów poniżej kosztów wytworzenia (zapasy zbudowane na drogich surowcach). Wsparcie dla wyników stanowiły wysokorentowne przychody ze sprzedaży środków ochrony roślin, ale ze względu na sezonowość tego produktu nie można już tego efektu oczekiwać w drugiej połowie roku (sprzedaż w tej kategorii w 3Q'09 powinna być jednak lepsza niż rok temu). W tym kontekście efekt poprawiającej się marży na sprzedaży nawozów (efekt tańszych surowców) nie wystarczy do wypracowania istotnie lepszych rezultatów segmentu w 3Q'09 w ujęciu q/q. Znaczących wzrostów EBIT można oczekiwać dopiero w 1H'10, kiedy to spodziewamy się wyższej wolumenowej sprzedaży środków ochrony roślin (w 1H'09 Ciech zanotował spadek w tej kategorii o 27% r/r). W naszych prognozach nie uwzględniamy natomiast istotnej poprawy wyniku w obszarze nawozów. Z uwagi na zamknięcie instalacji wytwarzania kwasu fosforowego w gdańskiej spółce nawozowej (pozwolenie na przerób fosforytów wygasa z końcem 2009 roku), nawet w przypadku powrotu rentowności w segmencie nawozów NPK, Ciech będzie bowiem partycypował w takim scenariuszu w ograniczonym stopniu.

Ceny DAP, soli potasowej i fosforytów w USD/t oraz przychody ze sprzedaży środków ochrony roślin w mln PLN



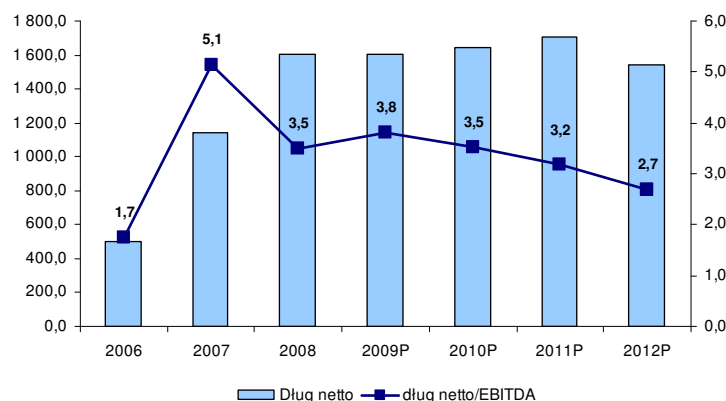
Źródło: Bloomberg, Fertecon, Ciech, szacunki DI BRE

Dług netto- negocjacje z bankami w toku

W sierpniu Zarząd Ciech poinformował, że podpisał z bankami tzw. umowę „standstill”, w której zobowiązał się do zachowania ograniczeń w zakresie ustanawiania zabezpieczeń, nabywania innych spółek, zbywania aktywów oraz zwiększania zadłużenia. Jednocześnie instytucje kredytujące zdecydowały, iż do 30 października powstrzymają się od dochodzenia spłaty wierzytelności i wypowiedzania dotychczasowych umów ze spółkami z Grupy Ciech. Do tego czasu strony powinny wypracować ostateczne założenia skonsolidowanej umowy kredytowej, która zastąpiłaby wszystkie dotychczasowe umowy dotyczące finansowania. To rozwiązanie będzie się oczywiście wiązało ze wzrostem marży kredytowej, ale pozwoli na wydłużenia zapadalności zobowiązań oraz optymalizację zarządzania płynnością całej Grupy. Obecnie trwają jeszcze negocjacje dotyczące warunków kredytowych, ale Zarząd uważa

koniec października za realny termin podpisania ostatecznego porozumienia. Na koniec półrocza skonsolidowany dług netto Ciechu wynosił 1,6 mld PLN (w tym 300 obligacji korporacyjnych z terminem zapadalności w grudniu 2012 roku). W naszym modelu zakładamy, że efektywny wzrost marż w nowej skonsolidowanej umowie kredytowej wzrośnie o około 250 punktów bazowych w relacji do średniej z 2008 roku, co będzie oznaczało wzrost kosztów obsługi zadłużenia o około 32 mln PLN (część tego wzrostu już jest widoczna w roku 2009 na kredytach krótkoterminowych rolowanych w tym roku).

Skonsolidowany dług netto Ciech w relacji do EBITDA

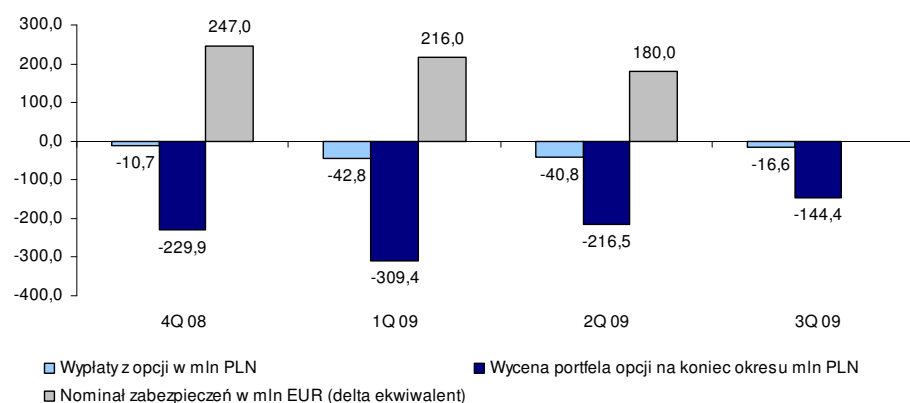


Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Transakcje hedgingowe- ekspozycja walutowa

Aktualnie Ciech posiada otwarte opcje walutowe o nominale 180 mln EUR (delta ekwiwalent), których ujemna wycena na koniec 2Q'09 wynosiła -216,5 mln PLN (przy obecnym kursie EUR/PLN 4,15 wynik ten można szacować na około -144 mln PLN). Łącznie do tej pory z tytułu rozliczenia tych instrumentów zasoby gotówkowe Ciechu uszczupliły się o ponad 110 mln PLN. W celu minimalizowania negatywnego efektu zawartych transakcji opcyjnych Zarząd wynegocjował wydłużenie terminu zapadalności części z nich (w banku ING BSK) do maja 2011 (pierwotnie rozliczenie najdłuższych opcji przypadało na sierpień 2010) i usymetryzował wszystkie transakcje (wcześniej wolumen wystawionych opcji call przekraczał wolumen zakupionych opcji put). Spółka w sierpniu zawarła także porozumienie o zawieszeniu rozliczeń opcji do końca października tego roku, stąd w 3Q wypłaty z tego tytułu sięgną tylko -16,6 mln PLN.

Nominał otwartych pozycji opcyjnych i ich wycena

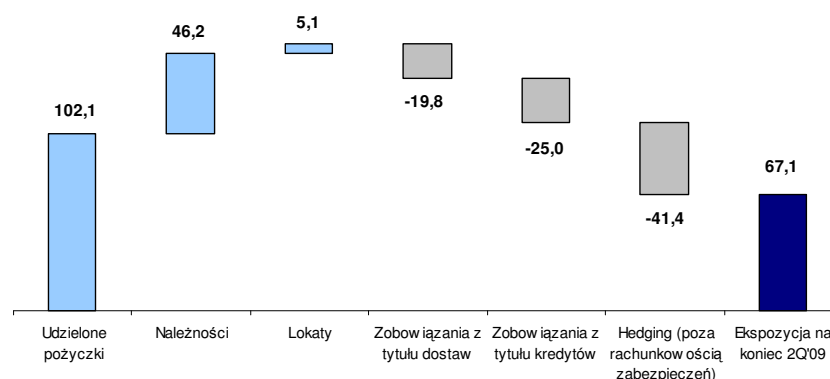


Źródło: Ciech

Wdrożony system rachunkowości zabezpieczeń obejmuje pozycje opiewające na 139 mln EUR (wycena uwzględniana w kapitale własnym), pozostała część, czyli 41 mln PLN jest wyceniana bezpośrednio w rachunku wyników na poziomie kosztów/przychodów finansowych. Ekspozycja ta jest jednak z nawiązką neutralizowana przez walutowe pozycje bilansowe (w tym pożyczka udzielona w EUR do niemieckiej spółki sodowej) i ostateczna pozycja walutowa netto Ciechu wynosi +67 mln EUR, co oznacza iż umocnienie złotego będzie generowało

ujemne różnice kursowe netto w rachunku zysku i strat. Szacujemy, że w 3Q przy utrzymaniu się obecnego kursu (EUR/PLN 4,15) saldo może sięgnąć -20 mln PLN.

Ekspozycja walutowa Ciech na poziomie rachunku wyników w mln EUR



Źródło: Ciech

Proces prywatyzacji- harmonogram

15 września minął termin składania ofert w procesie prywatyzacji tzw. pierwszej grupy chemicznej w skład, której wchodzi: Ciech, ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn. Na krótkiej liście inwestorów zakwalifikowanych do drugiego etapu tego procesu Nafta Polska zakwalifikowała następujące instytucje: Bain Capital (globalna firma asset management o portfelu 60 mld USD), konsorcjum Cinven (fundusz zamknięty specjalizujący się w przejmowaniu firm, w tej chwili ma do zainwestowania około 6,5 mld EUR w ramach uruchomionego 4-tego funduszu), National Qatar Industries Company (katarski fundusz-koncern chemiczny), PCC (koncern chemiczny, właściciel m.in. PCC Rokita), UAB Achema Group (litewski koncern w skład którego wchodzi m.in. producent nawozów azotowych o zdolnościach produkcyjnych 2 mln ton rocznie) oraz I Fundusz Mistral (polski fundusz inwestycyjny zamknięty). Inwestorzy mają czas na złożenie ostatecznych wiążących ofert kupna do 15 listopada, a finalizacja transakcji powinna wg. planów resortu skarbu nastąpić do końca roku. Trudno w tej chwili spekulować o ewentualnych parametrach cenowych tej prywatyzacji (wiadomo jedynie, że inwestorzy wstępnie zaproponowali w swoich ofertach premię do wyceny rynkowej Ciechu z dnia 15 września, kiedy kurs na zamknięciu wynosił 32,9 PLN). Na pewno do czasu ostatecznego rozstrzygnięcia proces prywatyzacyjny będzie wspierał notowania Spółki. W naszej opinii z uwagi na fakt, że oferowany jest tylko mniejszościowy pakiet 37% udziałów, pozycja negocjacyjna pozostałych akcjonariuszy w przypadku ewentualnego wezwania powinna być silna, w szczególności jeśli Zarządowi uda się do końca października podpisać porozumienie z bankami w sprawie średnioterminowego finansowania Grupy.

Dezinwestycje możliwe dopiero w przyszłym roku

W naszej wycenie akcji Ciech uwzględniamy wartość posiadanych przez Spółkę aktywów pozaoperacyjnych oraz podmiotów zależnych przeznaczonych do sprzedaży. Największą pozycję wśród planowanych przez Zarząd dezinwestycji stanowią kawerny należące do niemieckiej spółki sodowej. Umowa sprzedaży tych aktywów została już podpisana i po otrzymanej zgodzie niemieckiego urzędu górniczego została sfinalizowana we wrześniu (wpływ gotówkowy z tej transakcji to 25 mln EUR, czyli 112 mln PLN, a biorąc pod uwagę wartość księgową tych aktywów wynoszącą 76 mln PLN, zysk brutto powinien sięgnąć około 28 mln PLN). W tym roku będzie to prawdopodobnie jedyna spieniężona dezinwestycja, ale w 2010 roku możliwa jest w naszej opinii sprzedaż posiadanego pakietu w PTU (jego wartość szacujemy na 75 mln PLN) Polfie Ciech (10,5 mln PLN) oraz spółce Boruta Kolor (10,3 mln PLN). Ciech powinien także znaleźć nabywcę na nieruchomości przy ulicy Powązkowskiej, której wartość księgową wynosi 15,8 mln PLN (wartość wszystkich nieruchomości inwestycyjnych w Grupie Ciech, Zarząd szacuje na 34,4 mln PLN). W naszej wycenie uwzględniamy także wartość rynkową posiadanego przez Spółkę pakietu 6,5% akcji ZA Tarnów (obecnie około 45 mln PLN).



Spółki zależne Ciech możliwe do sprzedaży

Dane za rok 2008 (w tys. PLN)	PTU (46%)	Polfa Ciech (100%)	Boruta Kolor (100%)
Przychody	-	54 937	11 809
Składka przypisana brutto	425 524	-	-
Zysk netto	-9 816	959	911
Kapitały własne	62 136	8 384	13 801
Wartość uwzględniona w wycenie DI BRE	74 687	10 515	10 345

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji Ciech wyznaczamy na 41,7 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	37,2
Wycena DCF	50%	39,5
	cena wynikowa	38,4
	cena docelowa za 9 m-cy	41,7

Wycena DCF

Założenia modelu

1. Model uwzględnia plany produkcyjne oraz główne pozycje otoczenia makroekonomicznego przedstawione w poniższej tabeli.

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż w tys. ton												
Soda	1 368	1 867	1 812	2 007	2 127	2 127	2 127	2 127	2 127	2 127	2 127	2 127
TDI	58	49	67	75	75	75	75	75	75	75	75	75
EPI	19	17	10	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Żywice	39	29	29	35	39	39	39	39	39	39	39	39
Nawozy	181	169	100	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Ceny produktów												
Soda w EUR/t	200	238	200	200	218	238	242	245	249	251	253	254
TDI w EUR/t	2 592	2 850	1 900	2 249	2 500	2 934	2 934	2 934	2 934	2 934	2 934	2 934
EPI w EUR/t	1 705	1 698	1 230	1 340	1 459	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589
Żywice epoksydowe w EUR/t	2 787	2 555	1 829	2 105	2 422	2 787	2 787	2 787	2 787	2 787	2 787	2 787
DAP w USD/t	423	974	320	391	438	460	482	482	482	482	482	482
Średni kurs EUR/PLN	3,78	3,48	4,30	3,91	3,80	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Średni kurs USD/PLN	2,77	2,42	3,12	2,96	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69

2. Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec września 2009.
3. Wycena uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych przeznaczonych do sprzedaży w łącznej kwocie 209,8 mln PLN, w tym projekt kawernowy po opodatkowaniu (98 mln PLN), pakiet 45,3% akcji PTU (75 mln PLN po opodatkowaniu), nieruchomość przy ulicy Powązkowskiej w Warszawie (15,8 mln PLN), Polfę Ciech (10,5 mln PLN) oraz spółkę Boruta-Kolor (10,3 mln PLN).
4. W modelu EBITDA na rok 2009 została skorygowana o księgowe przychody z rozwiązywania rezerw (84 mln PLN) oraz zysk na projekcie kawernowym, który został uwzględniony w pełnej wartości transakcji w pozycji „wartość aktywów nieoperacyjnych”.
5. Wycenę korygujemy także o zobowiązania z tytułu opcji walutowych, które nie są objęte rachunkowością zabezpieczeń (33,2 mln PLN).
6. Przy obliczaniu FCF_{TV} do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2018.
7. Po roku 2018 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6,2%, współczynnik beta na poziomie 1,1.

Model DCF wyceny akcji Ciech

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	3 659	3 885	4 184	4 293	4 340	4 352	4 365	4 360	4 355	4 374	4 392
zmiana	-3,2%	6,2%	7,7%	2,6%	1,1%	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,1%	0,4%	0,4%
EBITDA	308,8	466,3	538,7	572,7	579,9	572,7	564,9	551,4	535,1	539,4	541,7
marża EBITDA	8,4%	12,0%	12,9%	13,3%	13,4%	13,2%	12,9%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%
Amortyzacja	224,8	245,1	258,6	256,0	254,0	252,8	257,3	261,1	218,4	218,4	224,5
EBIT	84,0	221,2	280,1	316,8	325,9	319,9	307,5	290,3	316,7	321,1	317,2
marża EBIT	2,3%	5,7%	6,7%	7,4%	7,5%	7,4%	7,0%	6,7%	7,3%	7,3%	7,2%
Opodatkowanie EBIT	16,0	42,0	53,2	60,2	61,9	60,8	58,4	55,2	60,2	61,0	60,3
NOPLAT	68,1	179,1	226,9	256,6	264,0	259,1	249,1	235,1	256,6	260,1	256,9
CAPEX	-285,8	-312,6	-415,2	-223,5	-224,6	-224,6	-224,6	-224,6	-224,6	-224,6	-224,6
Kapitał obrotowy	174,3	-19,3	-25,5	-9,3	-4,0	-1,1	-1,1	0,4	0,4	-1,6	0,4
Inwestycje kapitałowe	-119,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	62,4	92,3	44,7	279,8	289,4	286,2	280,8	272,0	250,7	252,3	257,2
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,5%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,3%	10,5%
współczynnik dyskonta	98,1%	90,8%	83,9%	77,4%	71,0%	65,1%	59,4%	54,1%	49,2%	44,6%	44,6%
PV FCF	61,2	83,8	37,5	216,4	205,6	186,2	166,8	147,2	123,2	112,4	
WACC	8,0%	8,1%	8,2%	8,5%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,3%	10,5%
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	63,7%	62,3%	60,6%	54,9%	48,1%	42,9%	37,5%	32,7%	28,4%	24,3%	20,0%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	2 694,9	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 201,1										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 340,3										
Wartość firmy (EV)	2 541,4										
Dług netto	1 608,0										
Udziałowcy mniejszościowi	44,9										
Wartość aktywów nieoperacyjnych	209,9										
Wartość pakietu w ZA Tarnów	44,2										
Zobowiązania z tytułu opcji (poza rach. zabezpieczeń)	-33,2										
Wartość firmy	1 105,0										
Liczba akcji (mln)	28,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	39,5										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,7%										
Cena docelowa	42,9										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	5,6										
P/E('10) dla ceny docelowej	15,0										
Udział TV w EV	47%										

Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2009-2011 (z uwagi na ujemny skorygowany zysk netto w Ciechu w 2009 roku wyłączamy ten rok z wyceny dla wskaźnika P/E). Do grupy porównawczej wybraliśmy europejskie spółki chemiczne, działające w obszarach aktywności produkcyjnej GK Ciech. Wśród poniższej listy podmiotów można wyodrębnić zarówno międzynarodowe w pełni zdywersyfikowane holdingi chemiczne, dla których te obszary stanowią tylko niewielką część biznesu, jak również spółki specjalizujące się tylko w wybranych dziedzinach. Podmioty mające w swoich strukturach znaczące segmenty sodowe to Solvay, Dow Chemical, Tata Chemicals, Soda Sanayii, Sisecam, Tessenderlo i Wacker Chemie. Pozostałe spółki mają w swoim portfolio asortymentowym inne produkty oferowane przez Ciech, a więc agrochemię czy chemię organiczną (Akzel Nobel, Croda, Rhodia, BASF, Dow Chemical, Tata).

	Cena	P/E				EV/EBITDA			
		2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
Akzo Nobel	41,71	13,0	20,3	15,0	12,4	6,4	6,8	6,2	5,6
BASF	34,52	9,5	20,5	13,9	11,2	4,5	6,6	5,7	5,0
Croda International	6,60	13,9	15,4	12,6	11,5	8,5	8,7	7,9	7,3
Dow Chemical	23,63	11,9	73,9	19,6	11,4	6,6	7,2	5,6	4,7
Rhodia	9,74	9,3	-7,0	23,0	8,0	3,7	6,8	4,6	3,9
Sisecam	1,58	8,5	10,8	7,8	6,1	3,9	4,7	4,2	3,7
Solvay	68,98	11,5	14,5	11,3	9,8	5,1	6,4	5,5	5,1
Soda Sanayii	1,59	8,5	5,1	6,9	5,0	5,1	3,8	3,7	2,9
Tata Chemicals	278,15	12,2	9,3	11,5	10,3	10,1	5,6	6,9	6,4
Tessenderlo Chemie	25,15	4,2	-13,2	13,5	10,1	2,5	13,5	4,6	4,0
Wacker Chemie	102,20	11,4	46,1	14,5	11,1	5,1	7,7	5,5	4,6
Maksimum		13,9	73,9	23,0	12,4	10,1	13,5	7,9	7,3
Minimum		4,2	-13,2	6,9	5,0	2,5	3,8	3,7	2,9
Mediana		11,4	14,5	13,5	10,3	5,1	6,8	5,5	4,7
Ciech	39,90	25,1	-	13,9	9,8	5,5	8,9	5,5	4,7
(premia / dyskonto)		119,8%	-	2,8%	-4,7%	8,8%	31,9%	-1,5%	1,5%
Implikowana wycena									
Mediana		11,4	14,5	13,5	10,3	5,1	6,8	5,5	4,7
Waga wskaźnika			50,0%				50,0%		
Waga roku		0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość firmy na akcję (PLN)		37,2							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

Dług netto Ciech oczyszczony o wartość aktywów pozaoperacyjnych i pakietu ZA Tarnów

Wyniki Ciech-u za rok 2009 oczyszczone o wpływ rozwiązania rezerw i zysków ze sprzedaży kawy

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007*	2008*	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	2 174,3	3 415,0	3 781,3	3 658,7	3 885,2	4 184,2	4 292,6
<i>zmiana</i>	-1,6%	57,1%	10,7%	-3,2%	6,2%	7,7%	2,6%
EBIT wg. segmentów							
Segment sodowy	n/a	111,1	119,0	252,3	171,5	189,8	185,0
Segment organiczny	n/a	167,5	20,8	-42,1	15,8	51,5	88,3
Segment agrochemiczny	n/a	68,4	104,4	-16,1	27,8	32,4	36,4
Segment krzemianowy	n/a	6,6	15,5	7,5	12,1	13,1	14,1
Pozostała działalność	n/a	-310,6	-3,2	-5,5	-6,2	-6,9	-7,1
EBIT	192,0	43,0	256,4	196,1	221,2	280,1	316,8
<i>zmiana</i>	33,7%	-77,6%	496,6%	-23,5%	12,8%	26,6%	13,1%
<i>marża EBIT</i>	8,8%	1,3%	6,8%	5,4%	5,7%	6,7%	7,4%
Wynik na działalności finansowej	3,5	-30,0	-157,3	-143,3	-122,0	-139,1	-137,9
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Zysk brutto	197,4	18,1	95,8	52,9	99,2	140,9	178,9
Podatek dochodowy	28,2	48,1	41,0	15,9	18,8	26,8	34,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	1,7	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	195,7	-31,7	44,5	37,0	80,4	114,2	144,9
<i>zmiana</i>	75,4%	-116,2%	-240,3%	-16,8%	117,2%	42,1%	26,9%
<i>marża</i>	9,0%	-0,9%	1,2%	1,0%	2,1%	2,7%	3,4%
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	224,8	245,1	258,6	256,0
EBITDA	287,8	222,3	459,7	420,9	466,3	538,7	572,7
<i>zmiana</i>	22,1%	-22,8%	106,8%	-32,8%	51,0%	15,5%	6,3%
<i>marża EBITDA</i>	13,2%	6,5%	12,2%	11,5%	12,0%	12,9%	13,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
EPS	7,0	-1,1	1,6	1,3	2,9	4,1	5,2
CEPS	10,4	5,3	8,8	9,3	11,6	13,3	14,3
ROAE	18,6%	-2,9%	4,6%	4,3%	8,8%	11,3%	12,7%
ROAA	8,7%	-0,9%	1,1%	0,9%	1,9%	2,5%	3,1%

*Ciech zmienił metodologię prezentacji danych segmentowych od 2009 roku, wyniki EBIT segmentów za lata 2007-08 to szacunki DI BRE

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	2 859,3	3 966,3	4 362,1	4 199,9	4 351,6	4 619,4	4 627,3
Majątek trwały	1 755,3	2 401,8	2 781,8	2 739,0	2 806,5	2 963,1	2 930,6
Rzeczowe aktywa trwałe	1 518,4	2 004,8	2 350,8	2 309,7	2 383,4	2 534,6	2 509,1
Wartości niematerialne i prawne	97,7	202,6	208,4	206,7	200,5	205,8	198,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	139,2	194,4	222,6	222,6	222,6	222,6	222,6
Majątek obrotowy	1 104,1	1 564,5	1 580,3	1 460,9	1 545,1	1 656,3	1 696,6
Zapasy	245,8	284,4	437,1	329,3	349,7	376,6	386,3
Należności krótkoterminowe	699,3	969,8	930,7	897,9	953,4	1 026,8	1 053,4
Rozliczenia międzyokresowe	13,3	185,9	100,4	100,4	100,4	100,4	100,4
Kredyt w rachunku bieżącym	14,3	28,9	66,3	66,3	66,3	66,3	66,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	131,3	95,6	45,8	67,1	75,3	86,2	90,2
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	2 859,3	3 966,3	4 362,1	4 199,9	4 351,6	4 619,4	4 627,3
Kapitał własny	1 137,3	1 067,5	864,9	873,5	953,9	1 068,0	1 213,0
Kapitał akcyjny	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1
Pozostałe kapitały własne	979,4	922,3	863,4	872,1	952,4	1 066,6	1 211,5
Zobowiązania długoterminowe	496,4	1 070,3	879,3	1 391,3	1 387,4	1 435,7	1 335,3
Pożyczki i kredyty	316,9	756,0	388,9	1 019,9	1 049,2	1 097,4	997,1
Pozostałe	179,6	314,3	490,4	371,4	338,2	338,2	338,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 175,5	1 783,6	2 568,5	1 885,7	1 960,9	2 066,3	2 029,6
Pożyczki i kredyty	316,8	480,6	1 264,9	648,4	667,0	697,7	633,9
Zobowiązania handlowe	542,7	851,5	881,1	914,7	971,3	1 046,1	1 073,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	301,7	422,6	356,2	256,2	256,2	256,2	256,2
Dług	633,7	1 236,6	1 653,8	1 668,3	1 716,3	1 795,1	1 631,0
Dług netto	502,4	1 141,0	1 608,0	1 601,3	1 640,9	1 708,9	1 540,8
(Dług netto / Kapitał własny)	44,2%	106,9%	185,9%	183,3%	172,0%	160,0%	127,0%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	5,1	3,5	3,8	3,5	3,2	2,7
BVPS	40,6	38,1	30,9	31,2	34,1	38,1	43,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	176,5	243,2	33,0	307,7	273,0	347,2	391,6
Zysk netto	195,7	-31,7	44,5	37,0	80,4	114,2	144,9
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	224,8	245,1	258,6	256,0
Kapitał obrotowy	-55,3	-121,4	-147,7	174,3	-19,3	-25,5	-9,3
Pozostałe	-62,8	212,8	41,3	-128,4	-33,2	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-483,5	-575,8	-426,2	-301,0	-312,6	-415,2	-223,5
CAPEX	-160,6	-244,6	-456,8	-285,8	-312,6	-415,2	-223,5
Inwestycje kapitałowe	-300,6	-372,5	-100,2	-119,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-22,3	40,3	130,8	103,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	346,0	296,7	337,6	14,6	47,9	78,9	-164,2
Emisja akcji	0,0	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	367,5	342,4	406,8	14,6	47,9	78,9	-164,2
Dywidenda (buy-back)	-23,2	-58,5	-58,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,8	-2,7	-11,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	39,0	-35,9	-55,7	21,3	8,3	10,9	4,0
Środki pieniężne na koniec okresu	131,3	95,6	45,8	67,1	75,3	86,2	90,2
DPS (PLN)	0,80	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-256,7	-564,4	-286,0	278,3	115,5	71,1	306,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,4%	7,2%	12,1%	7,8%	8,0%	9,9%	5,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	5,7	-	25,1	30,2	13,9	9,8	7,7
P/CE	3,8	7,6	4,5	4,3	3,4	3,0	2,8
P/BV	1,0	1,0	1,3	1,3	1,2	1,0	0,9
P/S	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
FCF/EV	-15,9%	-25,0%	-10,5%	10,2%	4,2%	2,5%	11,5%
EV/EBITDA	5,6	10,2	5,9	6,5	5,9	5,2	4,6
EV/EBIT	8,4	52,5	10,6	13,9	12,5	10,1	8,4
EV/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
DYield	2,0%	5,3%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	39,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
MC (mln PLN)	1117,2	1117,2	1117,2	1117,2	1117,2	1117,2	1117,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	50,0	44,9	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
EV (mln PLN)	1 619,6	2 258,2	2 725,2	2 718,5	2 758,1	2 826,1	2 658,0



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



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

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Ciech

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-04-16	2009-05-06	2009-05-15	2009-07-03	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	23,55	33,00	32,00	26,50	34,20
WIG w dniu rekomendacji	28274,98	29777,06	29311,53	30252,24	35363,92