



poniedziałek, 29 września 2014 | aktualizacja raportu

## Ciech: trzymaj (podtrzymana)

CIE PW; CIEP.WA | Chemia, Polska

### Będzie trudno o kolejne pozytywne zaskoczenia

Akcje Ciechu wzrosły w tym roku już o ponad 40%, a mimo tego pozytywny sentyment do spółki wciąż się utrzymuje. Dobre wyniki za 2Q i przyspieszenie harmonogramów kluczowych inwestycji skłaniają nas do podwyższenia prognoz EBITDA na lata 2015-16, a dodatkowo w związku z dobrą koniunkturą na rynku obligacji korporacyjnych przyjęliśmy także bardziej optymistyczne założenia dla parametrów refinansowania długu. Rynek zdyskontował już jednak te elementy i mimo wyższej ceny docelowej (41,6 PLN vs. 35,9 PLN poprzednio) utrzymujemy neutralną rekomendację. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w kolejnych kwartałach mogą pojawić się lekkie negatywne zaskoczenia zarówno na poziomie rachunku wyników jak i przepływów pieniężnych. Ryzykiem pozostają także zarysowane plany ekspansji zagranicznej, które mogą podtrzymywać obawy rynku o emisję akcji. Poza tym Ciech jest już obecnie wyceniany z 10% premią do swojej konkurencji.

### Dobre wyniki 2Q, ale czy wzrostowy trend do utrzymania?

Wyniki za 2Q okazały się lepsze od oczekiwań zarówno na poziomie rachunku wyników jak i przepływów pieniężnych. Dodatkowo Spółka zapowiedziała przyspieszenie kluczowych procesów inwestycyjnych, co pozwala na wcześniejsze uwzględnienie efektu wzrostu mocy produkcyjnych w naszych prognozach. Zwracamy jednocześnie uwagę, że kilka pozytywnych elementów widocznych w raporcie za 2Q może nie być do utrzymania w kolejnych okresach: kwestia ostatniego wzrostu cen gazu w Niemczech czy też możliwy wzrost kosztów koksu (ograniczona dostępność antracytu). Pojawia się również ryzyko dla uwzględnianych w prognozach kolejnych podwyżek cen sody w związku z negatywnymi tendencjami w segmencie motoryzacyjnym.

### Refinansowanie długu szansą, ale jeszcze nie faktem

Istotnym potencjałem wzrostu wartości Ciechu jest możliwość refinansowania drogiego euroobligacji, którego rynek oczekuje już pod koniec 2015 roku. Jest to również nasz bazowy scenariusz, ale oczywiście istnieje ryzyko, że koniunktura na rynku długu korporacyjnego nie utrzyma się do końca przyszłego roku i oszczędności te nie zostaną zrealizowane. Należy także pamiętać, iż Spółka poniesie z tego tytułu jednorazowe koszty premii opcyjnej w kwocie 70 mln PLN.

### Tempo spadku długu może spowolnić

Zarząd potwierdził w ostatnich tygodniach, że w najbliższych latach średnioroczny poziom nakładów inwestycyjnych może sięgać 350-400 mln PLN. Wolne przepływy pieniężne po koszcie odsetek w tym okresie mimo oczekiwanego wzrostu EBITDA mogą nie być więc wystarczające do znacznego zmniejszenia zadłużenia, tym bardziej że na horyzoncie pojawiły się do uregulowania już zdefiniowane płatności dywidendy i wykupu cichych współników, a możliwości dalszej optymalizacji kapitału obrotowego są już ograniczone. W tym kontekście zarysowane ostatnio plany ekspansji zagranicznej (kopalnie trony w Afryce czy fabryki w Azji) rodzą ryzyko konieczności finansowania poprzez podniesienie kapitału.

| (mln PLN)    | 2012    | 2013    | 2014P   | 2015P   | 2016P   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody    | 4 378,0 | 3 501,0 | 3 137,7 | 3 090,0 | 3 302,5 |
| EBITDA       | 38,5    | 356,3   | 497,0   | 534,8   | 587,7   |
| marża EBITDA | 0,9%    | 10,2%   | 15,8%   | 17,3%   | 17,8%   |
| EBIT         | -198,2  | 139,7   | 296,6   | 324,1   | 361,8   |
| Zysk netto   | -430,6  | 49,4    | 90,0    | 142,7   | 212,8   |
| DPS          | 0,00    | 0,00    | 1,13    | 0,00    | 0,00    |
| P/E          | -5,1    | 44,1    | 24,2    | 15,3    | 10,2    |
| P/CE         | -11,2   | 8,2     | 7,5     | 6,2     | 5,0     |
| P/BV         | 2,5     | 2,4     | 2,3     | 2,0     | 1,7     |
| EV/EBITDA    | 88,3    | 9,5     | 6,9     | 6,5     | 5,8     |
| DYield       | 0,0%    | 0,0%    | 2,7%    | 0,0%    | 0,0%    |

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca                  | 41,35 PLN    |
| Cena docelowa                 | 41,60 PLN    |
| Kapitalizacja                 | 2,18 mld PLN |
| Free float                    | 1,07 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 2,25 mln PLN |

### Struktura akcjonariatu

|                     |        |
|---------------------|--------|
| Kulczyk Investments | 51,14% |
| ING OFE             | 9,49%  |
| Pozostali           | 39,37% |

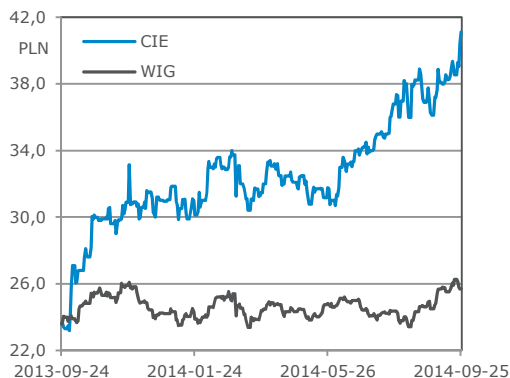
### Strategia dotycząca sektora

W segmencie sodowym w tym roku obserwujemy wzrost cen z uwagi na ograniczenia po stronie podaży (zamknięcia kilku fabryk w Europie) oraz zwiększone zapotrzebowanie ze strony segmentu budowlanego i wytwórców detergentów. Poprawa mogłaby być nawet większa, gdyby nie trudna sytuacja producentów szkła dla motoryzacji, którzy pod koniec ubiegłego roku musieli ograniczyć zamówienia.

### Profil spółki

Grupa Ciech jest jedną z największych firm chemicznych w Polsce. Podstawowe działy w znacznym stopniu zdywersyfikowanego portfela holdingu to segment sodowy (drugi gracz w Europie), organiczny (żywice) oraz agrochemiczny (środki ochrony roślin). Grupa posiada zakłady w Polsce, Niemczech i Rumunii.

### Kurs akcji CIE na tle WIG



### Analityk:

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.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 Maklerskiego mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. 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.

#### 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 spółki Ciech

| rekomendacja             | Trzymaj    | Kupuj      | Akumuluj   | Trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2014-03-06 | 2014-03-31 | 2014-07-07 | 2014-08-06 |
| kurs z dnia rekomendacji | 33,10      | 32,00      | 34,00      | 37,72      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 52216,05   | 51831,67   | 50995,56   | 50865,95   |

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

## Departament analiz:

Kamil Kliszc  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mdm.pl](mailto:kamil.kliscz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

Piotr Zybała  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

## Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Piotr Dudziński  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

## Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

## Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

## Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)