

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 uśpionego 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

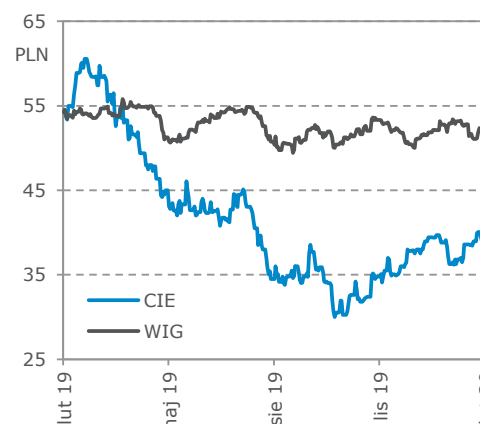
Akcjonariat

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 kalcynowanej (drugim w Europie) oraz sody oczyszczonej. Spółka produkuje również sól, żywice 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

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

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane 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 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/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie 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_rynek/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 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. 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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.

Powielanie, 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_rynek/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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@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