

3 grudnia 2009

Aktualizacja raportu

**Przemysł chemiczny**

Polska

Ciech

CECH.WA; CIE PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Poprawa następuje, ale powoli

Cena bieżąca	37,49 PLN
Cena docelowa	39,90 PLN
Kapitalizacja	1,050 mld PLN
Free float	0,403 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,91 mln PLN

Publikacja słabych wyników kwartalnych oraz przeciągające się negocjacje z bankami w sprawie konsolidacji zadłużenia Grupy Ciech, nie sprzyjały w ostatnich tygodniach notowaniom akcji Spółki (5% poniżej indeksu WIG w listopadzie). W perspektywie najbliższych miesięcy nie dostrzegamy jednak czynników, które mogłyby zmienić tę relację. Obecnie Ciech jest wyceniany na prognozach dla roku 2010, podobnie jak inne spółki z europejskiej branży chemicznej 15 P/E i 6 EV/EBITDA (po uwzględnieniu aktywów pozaooperacyjnych i pakietu ZAT), aczkolwiek warto zwrócić uwagę na fakt, iż przyszłoroczne wyniki operacyjne uwzględniają niepowtarzalne zyski ze sprzedaży kawern na poziomie około 37 mln PLN. Potencjał do podwyższenia prognoz nadal co prawda istnieje w segmencie organicznym, ale naszym zdaniem jest za wcześnie, aby dyskutować już teraz bardziej optymistyczny scenariusz dla tej dywizji. W tym kontekście utrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Spółki i ustalamy cenę docelową na poziomie 39,9 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.

Wyniki za 3Q'09 - negatywne zaskoczenie na sodzie

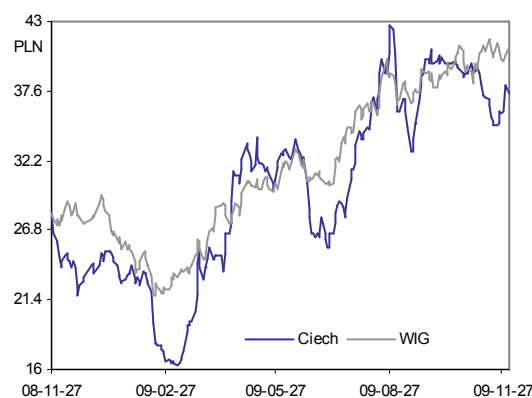
Wyniki Ciechu za 3Q'09 na poziomie zysku netto okazały się znacząco gorsze od naszych szacunków, ale było to przede wszystkim efektem księgowych odpisów na walutowych pozycjach bilansowych. EBIT odchylił się od prognozy tylko nieznacznie, ale zaskakująca była jego struktura. Szczególnie zaniepokoił nas słaby rezultat segmentu sodowego (po oczyszczeniu o wpływy z kawern EBIT wyniósł 22 mln PLN vs. 36 mln PLN w 2Q'09 przy jednoczesnym wzroście wolumenów o 12% q/q). Oznacza to, że wzrost marż widoczny w 1H'09 został już praktycznie zneutralizowany.

Profil spółki

Grupa Ciech jest największą firmą chemiczną w Polsce. Podstawowe działy w znacznym stopniu zdedyfikowanego 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.

Tendencje na głównych rynkach i produktach

Ostatnie miesiące roku przynoszą potwierdzenie odbudowywania się strony popytowej w chemikaliach organicznych, co pozwala mimo rosnących cen surowców petrochemicznych na dalszy wzrost marż, szczególnie na TDI i żywicach. Utrzymanie się tych tendencji powinno pozwolić na istotną poprawę wyników segmentu w przyszłym roku. W przypadku dywizji sodowej, w kontekście umocnienia złotego i spadku marż, jedyną szansą na utrzymanie wyników operacyjnych na zbliżonym poziomie w ujęciu r/r (po wyłączeniu czynników jednorazowych), będzie zapowiadany przez Zarząd wzrost wolumenów. W segmencie agrochemicznym widać pewne oznaki stabilizacji, ale nadal marże i skalę sprzedaży trudno uznać za satysfakcjonujące.

Kurs akcji Ciech na tle WIG**Proces prywatyzacyjny- finalizacja na początku 2010 roku**

Według Nafty Polskiej finalizacja prywatyzacji I Grupy Chemicznej, a więc Ciechu, ZA Tarnów i ZA Kędzierzyn powinna nastąpić w I-szym kwartale 2010 roku. Wiążące oferty zainteresowani inwestorzy powinni wg. harmonogramu złożyć do końca grudnia. Zbiegnie się to prawdopodobnie z finalizacją prowadzonych negocjacji z konsorcjum banków, co może pozytywnie wpłynąć na notowania akcji Ciechu.

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	3 415,0	3 781,3	3 639,0	3 810,0	4 193,0
EBITDA	222,3	459,7	380,2	413,4	520,5
marża EBITDA	6,5%	12,2%	10,4%	10,8%	12,4%
EBIT	43,0	256,4	157,6	210,0	275,0
Zysk netto	-31,7	44,5	-35,9	70,3	108,2
DPS	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00
P/E	-	23,6	-	14,9	9,7
P/CE	7,1	4,2	5,6	3,4	2,9
P/BV	1,0	1,2	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	9,9	5,8	7,0	6,6	5,4
DYield	5,6%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%

3Q'09- wyższa strata na działalności finansowej

Wynik operacyjny Ciechu w 3Q'09 wyniósł 3,7 mln PLN i był nieco niższy niż oczekiwane przez nas 7,6 mln PLN. Inna też była struktura wygenerowanych zysków w podziale na poszczególne segmenty. Największym negatywnym zaskoczeniem okazał się segment sodowy, który osiągnął zysk operacyjny na poziomie 34,5 mln PLN wobec oczekiwanych 51,6 mln PLN, mimo zaksięgowania zgodnie z planem przychodów ze sprzedaży kawern na poziomie 12 mln PLN. Głównym powodem tego odchylenia był prawdopodobnie niższy wolumen sprzedaży. Segment organiczny z kolei wypracował lepszy rezultat niż oczekiwaliśmy (-9 mln PLN vs. -25 mln PLN), co było efektem niższych niż zakładaliśmy kosztów surowcowych (w mniejszym stopniu odzwierciedlone wyższe ceny ropy). Na działalności agrochemicznej również Spółka wypracowała niższą niż oczekiwaliśmy stratę operacyjną (-13,1 mln PLN vs. -21 mln PLN). Lepsze wyniki na agrochemii i organice zneutralizowały więc negatywne odchylenie na segmencie sodowym. Na poziomie działalności finansowej Ciech zanotował jednak znacznie wyższe koszty finansowe niż szacowaliśmy (saldo -61,6 mln PLN vs. oczekiwane -39,9 mln PLN), co zapewne wynikało z niższych dodatnich różnic kursowych na instrumentach pochodnych (miały one w naszych kalkulacjach równoważyć koszty różnic kursowych na pożyczce do spółki zależnej).

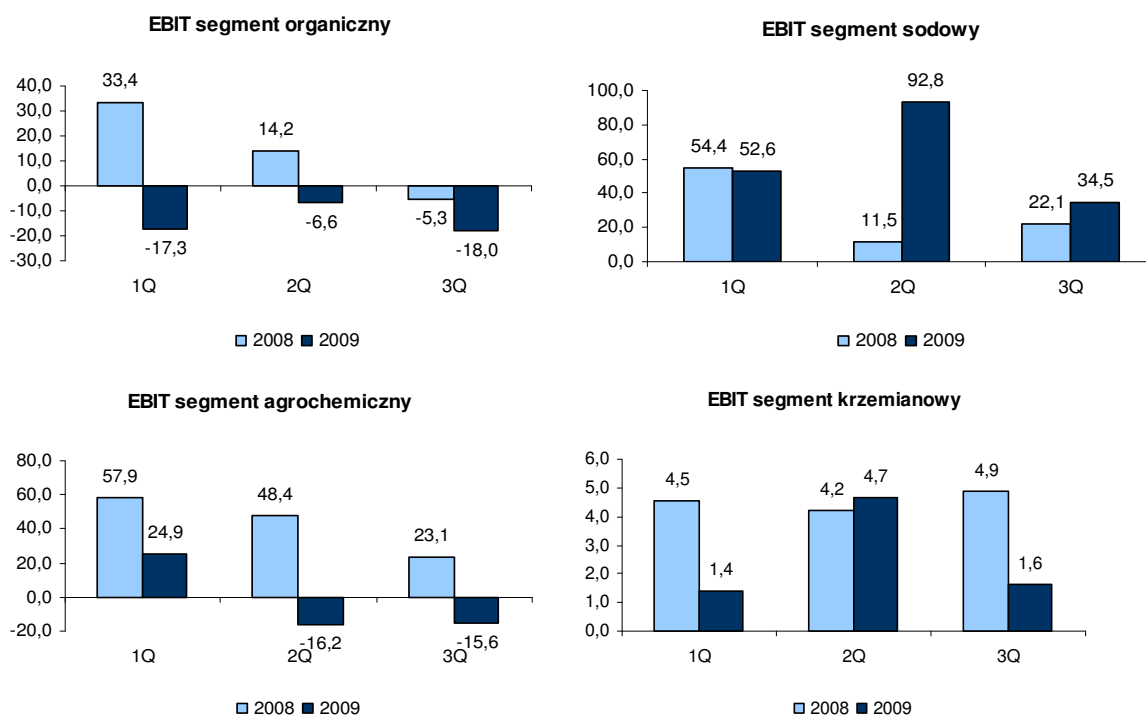
W 3Q'09 Ciech wypracował 130 mln PLN przepływów z działalności operacyjnej z uwagi na dodatnie saldo na kapitale obrotowym, co z kolei było przede wszystkim efektem obniżenia należności (realizacja płatności za kawerny na poziomie 17 mln EUR). Pozwoliło to na obniżenie długu netto o 81 mln PLN do poziomu 1,56 mld PLN.

Skonsolidowane kwartalne wyniki Grupy Ciech

(mln PLN)	IIIQ2009	IIIQ2008	zmiana	IIIQ2009P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs konsensus	I-IIIQ 2009P	I-IIIQ 2008	zmiana
Przychody	876,4	923,8	-5%	896,6	-2%	881,0	-1%	2 725,2	2 981,2	-9%
EBITDA	59,8	96,9	-38%	63,2	-5%	70,7	-	310,0	425,3	-27%
marża EBITDA	6,8%	10,5%	-	7,1%	-	8,0%	-	11,38%	14,27%	-
EBIT	3,7	42,7	-91%	7,6	-52%	4,6	-20%	140,4	272,4	-48%
Zysk brutto	-58,0	-26,4	-	-32,3	-	-	-	3,9	171,2	-98%
Zysk netto	-61,7	-28,8	-	-26,2	-	-20,7	-	-24,8	115,1	-

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE, PAP

Wynik operacyjny wg. segmentów działalności

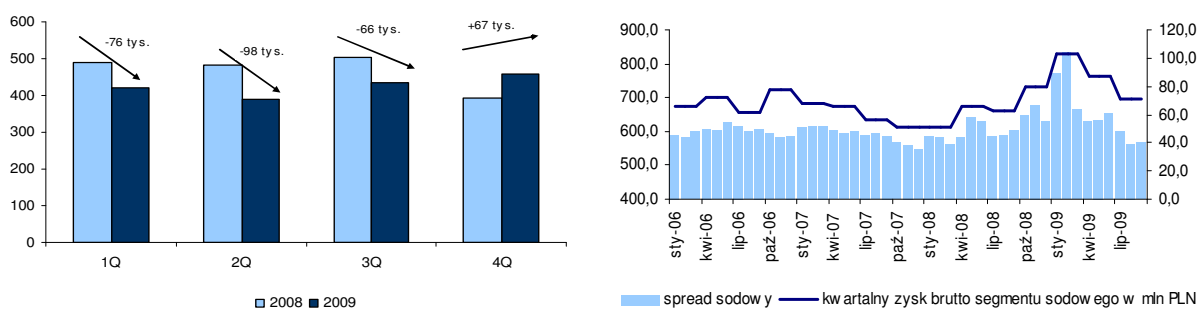


Źródło: Ciech

Segment sodowy- jednorazowe zyski nie powtórzą się w 2010

Segment sodowy w obecnym trudnym otoczeniu zewnętrznym stanowi ważny czynnik stabilizujący przepływy pieniężne w Grupie Ciech. Po trzech kwartałach EBITDA na tej działalności stanowi aż 89% skonsolidowanego strumienia EBIDTA przy 40% udziale na poziomie przychodów, co z jednej strony jest efektem słabości pozostałych segmentów, ale przede wszystkim wynika z bardzo korzystnych marż zrealizowanych na sprzedaży sody w pierwszej połowie roku. Wysoka rentowność, szczególnie w 1Q'09, była pochodną wysokiego kursu EUR (ceny z krajowymi odbiorcami ustalono na początku roku w otoczeniu słabego złotego i wysokich walutowych cen sody) oraz taniejących surowców (węгля i koksu). W kolejnych okresach te korzystne warunki ulegały jednak systematycznemu pogorszeniu i Ciech w odpowiedzi na rosnącą konkurencyjność importu (umocnienie złotego) oraz spadające wolumeny był zmuszony do redukcji cenników krajowych. Te negatywne tendencje znalazły odzwierciedlenie w wynikach 2Q'09 i 3Q'09, w których EBIT oczyszczony o dodatkowe przychody z rozwiązania rezerw oraz sprzedaż kawern w Niemczech wyniósł odpowiednio 36 mln PLN i 22 mln PLN vs. 51 mln PLN w 1Q'09. W 4Q'09 spodziewamy się już jednak stabilizacji wyników w ujęciu q/q, mając na uwadze rosnące wolumeny sprzedaży niwelujące negatywny efekt umocnienia złotego oraz fakt księgowania kolejnej transzy przychodów kawernowych w kwocie 3,2 mln EUR. Ostatecznie więc EBIT na tej działalności w całym 2009 roku powinien sięgnąć 216 mln PLN, co nie będzie do powtórzenia w roku 2010 (prognoza 158,9 mln PLN), z uwagi na oczekiwane niższe średnie ceny sody kalcynowanej oraz brak efektu rozwiązania rezerw (56 mln PLN w tym roku). Wsparciem powinny być natomiast wyższe wolumeny oraz księgowane przychody z kawern (9,8 mln EUR vs. 9,6 mln EUR w tym roku).

Wolumenowa sprzedaż sody w ujęciu kwartalnym i wynik segmentu na tle spreadu sodowego*

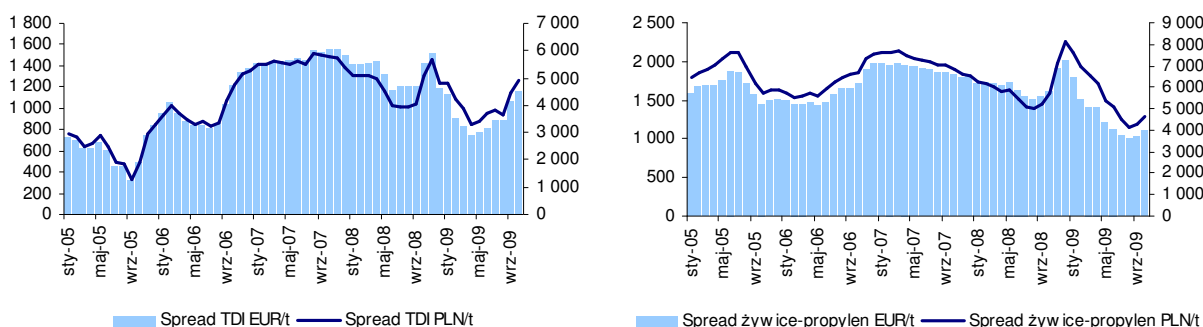


*szacunkowa różnica między ceną 1 tony sody, a jednostkowym kosztem węгля i koksu
Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Organika- pozytywne tendencje na marżach

Segment organiczny powoli po załamaniu marż i wolumenów w końcówce 2008 roku, powoli z kwartału na kwartał odczuwa efekty obserwowanego w światowej gospodarce ożywienia. Dotychczas tendencje globalne znajdowały odzwierciedlenie przede wszystkim w rosnącej sprzedaży ilościowej (praktycznie na wszystkich grupach produktów w 2009 roku Ciech zanotował zwiększenie wolumenów, w przypadku TDI zostało to dodatkowo wzmocnione przez wzrost mocy produkcyjnych). W ostatnich miesiącach roku obserwujemy jednak również wyraźną poprawę marż jednostkowych, zarówno na TDI, jak i żywicach epoksydowych. Tendencja ta, w kontekście drożących surowców petrochemicznych, wydaje się potwierdzać szybko odradzającą się stronę popytową rynku. Możliwe opóźnienia w oddawaniu nowych fabryk w Chinach mających na celu zmniejszyć zależność importową tego kraju (obecnie Chiny sprowadzają z zagranicy około 40-45% zużywanego TDI) mogą naszym zdaniem doprowadzić do przyspieszenia wzrostu cen tego produktu i dalszego poszerzenia marż. Częściowo ten pozytywny scenariusz uwzględniamy w naszych prognozach na najbliższe lata, co implikuje poprawę wyniku operacyjnego segmentu w 2010 aż o 85 mln PLN (18 mln PLN vs. -67,6 mln PLN w 2009 roku po oczyszczeniu o wspomniane wcześniej rozwiązanie rezerw). Zwracamy jednak uwagę, że nadal widzimy potencjał do ewentualnego podniesienia szacunków wyniku operacyjnego tego segmentu w przypadku bardziej optymistycznego rozwoju sytuacji makroekonomicznej w relacji do aktualnego konsensusu.

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

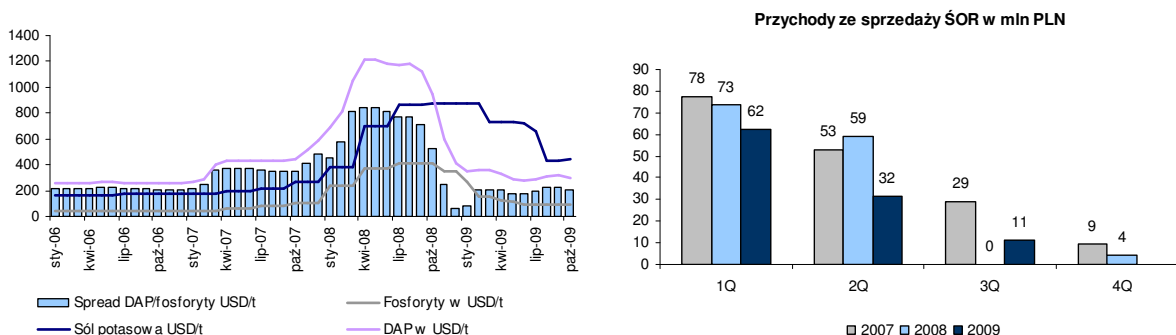


*spread na TDI w relacji do ważonego kosztu toluenu i kwasu azotowego
Źródło: Bloomberg, ICIS-LOR, szacunki DI BRE

Agrochemia- nawozy nadal pod presją

Segment agrochemiczny w tym roku pozostaje pod presją trudnej sytuacji na rynku nawozów NPK (w pierwszych trzech kwartałach dynamika sprzedaży na tej grupie produktów w ujęciu r/r przekroczyła -45%). Łagodzący wpływ miały wysokorentowne przychody w kategorii środków ochrony roślin, ale w tym wypadku Spółka również zanotowała spadek wolumenów o ponad 20%. Obserwacja aktualnych trendów na rynku rolnym nie pozwala niestety na formułowanie optymistycznych założeń do prognoz na przyszły rok. Wydaje się, że sprzedaż wolumenowa może się powoli odbudowywać, ale nie można liczyć na wzrost cen i marż. W tym kontekście zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych szacunków EBIT tego segmentu w przyszłym roku z 27,8 mln PLN do 19,6 mln PLN wobec -26,8 mln PLN w 2009 roku.

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

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji Ciech wyznaczamy na 39,9 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	35,9
Wycena DCF	50%	37,4
	cena wynikowa	36,7
	cena docelowa za 9 m-cy	39,9

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
Sprzedż w tys. ton												
Soda	1 368	1 867	1 710	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
Żyvice	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	202	188	218	238	242	245	249	251	253	254
TDI w EUR/t	2 592	2 850	1 960	2 404	2 500	2 775	2 934	2 934	2 934	2 934	2 934	2 934
EPI w EUR/t	1 705	1 698	1 226	1 337	1 457	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589
Żyvice epoksydowe w EUR/t	2 787	2 555	1 848	2 119	2 431	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	3,85	3,80	3,70	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Średni kurs USD/PLN	2,77	2,42	3,12	2,91	2,80	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69

2. Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec listopada 2009.
3. Wycena uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych przeznaczonych do sprzedaży w łącznej kwocie 312 mln PLN, w tym projekt kawernowy po opodatkowaniu (200 mln PLN po uwzględnieniu przedstawionych przez Spółkę prognoz przepływów z tego tytułu w perspektywie 2017 roku), 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). Wycena Ciechu została również powiększona o wartość rynkową posiadanego pakietu ZA Tarnów (41 mln PLN).
4. W modelu EBITDA w latach 2009-17 została skorygowana o zyski na projekcie kawernowym, które zostały uwzględnione w pełnej wartości zdyskontowanych przepływów w pozycji „wartość aktywów nieoperacyjnych”. W roku 2009 oczyszczamy EBITDA o efekt rozwiązanych rezerw w kwocie 55 mln PLN.
5. Wycenę korygujemy także o zobowiązania z tytułu opcji walutowych, które nie są objęte rachunkowością zabezpieczeń (10,7 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	3 639	3 810	4 193	4 436	4 347	4 359	4 372	4 367	4 362	4 381	4 399
<i>zmiana</i>	-3,8%	4,7%	10,1%	5,8%	-2,0%	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,1%	0,4%	0,4%
EBITDA skor.	285,9	413,4	520,5	608,7	555,0	555,4	553,9	542,9	529,1	526,2	528,4
<i>marża EBITDA</i>	7,9%	10,8%	12,4%	13,7%	12,8%	12,7%	12,7%	12,4%	12,1%	12,0%	12,0%
Amortyzacja	222,6	240,4	253,8	257,4	256,6	256,3	260,6	264,8	221,6	221,6	230,0
EBIT skor.	63,3	173,0	266,7	351,3	298,3	299,0	293,3	278,1	307,5	304,6	298,4
<i>marża EBIT</i>	1,7%	4,5%	6,4%	7,9%	6,9%	6,9%	6,7%	6,4%	7,0%	7,0%	6,8%
Opodatkowanie EBIT	12,0	32,9	50,7	66,7	56,7	56,8	55,7	52,8	58,4	57,9	56,7
NOPLAT	51,3	140,1	216,0	284,5	241,7	242,2	237,6	225,2	249,1	246,7	241,7
CAPEX	-265,8	-288,7	-415,2	-276,0	-230,0	-230,0	-230,0	-230,0	-230,0	-230,0	-230,0
Kapitał obrotowy	111,9	-25,2	-40,2	-25,5	9,3	-1,3	-1,3	0,5	0,5	-1,9	0,5
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	1,1	66,6	14,4	240,5	277,6	267,2	266,9	260,6	241,2	236,4	242,2
<i>WACC</i>	7,8%	7,9%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,7%	9,9%	10,5%
<i>współczynnik dyskonta</i>	99,4%	92,1%	85,3%	78,8%	72,5%	66,6%	61,0%	55,7%	50,8%	46,2%	46,2%
PV FCF	1,1	61,3	12,3	189,5	201,4	178,0	162,7	145,1	122,5	109,2	
WACC	7,8%	7,9%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,7%	9,9%	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	66,0%	64,6%	63,3%	57,5%	51,5%	46,7%	41,7%	37,3%	33,4%	30,0%	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)				2 552,4	Wzrost FCF w nieskończoności						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				1 179,1		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				1 183,1	WACC +1,0pp	32,7	36,3	40,7	46,1	52,9	
Wartość firmy (EV)				2 362,2	WACC +0,5pp	34,4	38,4	43,2	49,3	57,1	
Dług netto				1 608,0	WACC	36,3	40,7	46,1	52,9	61,9	
Udziałowcy mniejszościowi				44,9	WACC -0,5pp	38,4	43,2	49,3	57,1	67,4	
Wartość aktywów nieoperacyjnych				312,0	WACC -01,0pp	40,7	46,1	52,9	61,9	74,1	
Wartość pakietu w ZA Tarnów				41,7							
Zobowiązania z tytułu opcji (poza rach. zabezpieczeń)				-10,7							
Wartość firmy				1 047,7							
Liczba akcji (mln)				28,0							
Wartość firmy na akcję (PLN)				37,4							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego				8,6%							
Cena docelowa				40,7							
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej				5,9							
P/E('10) dla ceny docelowej				16,2							
Udział TV w EV				50%							

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 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 portfelu 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	43,63	13,6	19,2	15,4	12,8	6,7	6,6	6,2	5,7
BASF	40,78	11,2	24,0	15,6	12,4	5,1	7,1	6,0	5,4
Croda International	7,47	15,7	14,8	12,3	11,1	9,3	9,0	7,9	7,3
Dow Chemical	28,08	14,1	60,3	20,8	11,4	7,5	8,1	6,2	5,0
Rhodia	12,01	11,5	-13,9	13,0	8,2	4,1	6,0	4,4	4,0
Sisecam	1,56	8,4	11,0	8,0	6,4	3,9	4,9	4,1	3,7
Solvay	73,26	12,2	13,4	19,7	16,0	5,3	6,4	8,6	7,5
Soda Sanayii	1,38	7,4	4,0	4,1	4,3	4,6	3,3	3,0	2,6
Tata Chemicals	302,10	13,2	10,1	11,9	10,5	10,6	5,9	7,1	6,5
Tessenderlo Chemie	22,00	3,6	-6,7	15,1	9,1	2,3	15,2	4,7	3,8
Wacker Chemie	113,25	12,7	60,9	15,4	12,4	5,6	8,4	5,9	5,0
Maksimum		15,7	60,9	20,8	16,0	10,6	15,2	8,6	7,5
Minimum		3,6	-13,9	4,1	4,3	2,3	3,3	3,0	2,6
Mediana		12,2	13,4	15,1	11,1	5,3	6,6	6,0	5,0
Ciech	37,49	23,6	-9,4	26,0	10,4	5,9	9,5	7,2	5,3
(premia / dyskonto)		94,0%	-	71,9%	-6,9%	10,1%	42,4%	19,7%	4,9%
Implikowana wycena									
Mediana		12,2	13,4	15,1	11,1	5,3	6,6	6,0	5,0
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)		26,9							
Aktywa pozaoperacyjne na akcję*		9,1							
Wartość firmy na akcję (PLN)		35,9							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2008

Wyniki Ciech-u za lata 2009-11 oczyszczone o wpływ rozwiązania rezerw i zysków ze sprzedaży kawern

*aktywa pozaoperacyjne uwzględniają pakiet ZA Tarnów, planowane dezinwestycje (m.in. PTU) oraz tegoroczne przepływy z umowy kawernowej

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007*	2008*	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	2 174,3	3 415,0	3 781,3	3 639,0	3 810,0	4 193,0	4 435,7
<i>zmiana</i>	-1,6%	57,1%	10,7%	-3,8%	4,7%	10,1%	5,8%
EBIT wg. segmentów							
Segment sodowy	n/a	112,6	121,0	216,6	158,9	189,4	212,9
Segment organiczny	n/a	167,5	5,7	-43,1	18,0	40,0	92,0
Segment agrochemiczny	n/a	68,5	102,0	-26,8	19,6	32,1	36,0
Segment krzemianowy	n/a	7,7	14,5	8,2	11,6	12,6	13,6
Pozostała działalność	n/a	-313,4	13,3	2,7	1,9	1,0	0,6
EBIT	192,0	43,0	256,4	157,6	210,0	275,0	355,0
<i>zmiana</i>	33,7%	-77,6%	496,6%	-38,5%	33,2%	31,0%	29,1%
<i>marża EBIT</i>	8,8%	1,3%	6,8%	4,3%	5,5%	6,6%	8,0%
Wynik na działalności finansowej	3,5	-30,0	-157,3	-168,9	-123,2	-141,5	-143,3
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	0,0	0,0
Zysk brutto	197,4	18,1	95,8	-11,3	86,7	133,5	211,7
Podatek dochodowy	28,2	48,1	41,0	28,0	16,5	25,4	40,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	1,7	10,4	-3,4	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	195,7	-31,7	44,5	-35,9	70,3	108,2	171,5
<i>zmiana</i>	75,4%	-116,2%	-240,3%	-180,6%	-295,8%	54,0%	58,5%
<i>marża</i>	9,0%	-0,9%	1,2%	-1,0%	1,8%	2,6%	3,9%
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	222,6	240,4	253,8	257,4
EBITDA	287,8	222,3	459,7	380,2	413,4	520,5	608,7
<i>zmiana</i>	22,1%	-22,8%	106,8%	-37,8%	44,6%	25,9%	16,9%
<i>marża EBITDA</i>	13,2%	6,5%	12,2%	10,4%	10,8%	12,4%	13,7%
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	2,5	3,9	6,1
CEPS	10,4	5,3	8,8	6,7	11,1	12,9	15,3
ROAE	18,6%	-2,9%	4,6%	-4,3%	8,4%	11,7%	16,1%
ROAA	8,7%	-0,9%	1,1%	-0,8%	1,7%	2,4%	3,7%

*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	4 166,0	4 285,1	4 588,8	4 697,5
Majątek trwały	1 755,3	2 401,8	2 781,8	2 721,2	2 769,5	2 930,9	2 949,5
Rzeczowe aktywa trwałe	1 518,4	2 004,8	2 350,8	2 292,9	2 348,0	2 503,0	2 525,3
Wartości niematerialne i prawne	97,7	202,6	208,4	205,7	198,8	205,2	201,5
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	1 444,8	1 515,6	1 657,9	1 748,1
Zapasy	245,8	284,4	437,1	327,5	342,9	377,4	399,2
Należności krótkoterminowe	699,3	969,8	930,7	884,3	933,5	1 027,3	1 086,8
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	66,3	72,6	86,5	95,4

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	2 859,3	3 966,3	4 362,1	4 166,0	4 285,1	4 588,8	4 697,5
Kapitał własny	1 137,3	1 067,5	864,9	800,6	870,9	979,1	1 150,5
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	799,2	869,4	977,6	1 149,1
Zobowiązania długoterminowe	496,4	1 070,3	879,3	1 403,6	1 396,5	1 462,2	1 389,7
Pożyczki i kredyty	316,9	756,0	388,9	1 032,2	1 058,3	1 124,0	1 051,5
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	1 915,7	1 971,7	2 101,5	2 111,3
Pożyczki i kredyty	316,8	480,6	1 264,9	656,2	672,8	714,6	668,5
Zobowiązania handlowe	542,7	851,5	881,1	837,0	876,3	964,4	1 020,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	301,7	422,6	356,2	356,2	356,2	356,2	356,2
Dług	633,7	1 236,6	1 653,8	1 688,4	1 731,1	1 838,5	1 720,0
Dług netto	502,4	1 141,0	1 608,0	1 622,1	1 658,6	1 752,0	1 624,6
(Dług netto / Kapitał własny)	44,2%	106,9%	185,9%	202,6%	190,4%	178,9%	141,2%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	5,1	3,5	4,3	4,0	3,4	2,7
BVPS	40,6	38,1	30,9	28,6	31,1	35,0	41,1



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	176,5	243,2	33,0	266,9	252,2	321,8	403,4
Zysk netto	195,7	-31,7	44,5	-35,9	70,3	108,2	171,5
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	222,6	240,4	253,8	257,4
Kapitał obrotowy	-55,3	-121,4	-147,7	111,9	-25,2	-40,2	-25,5
Pozostałe	-62,8	212,8	41,3	-31,8	-33,2	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-483,5	-575,8	-426,2	-281,0	-288,7	-415,2	-276,0
CAPEX	-160,6	-244,6	-456,8	-265,8	-288,7	-415,2	-276,0
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	34,7	42,7	107,4	-118,5
Emisja akcji	0,0	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	367,5	342,4	406,8	34,7	42,7	107,4	-118,5
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	20,5	6,2	14,0	8,8
Środki pieniężne na koniec okresu	131,3	95,6	45,8	66,3	72,6	86,5	95,4
DPS (PLN)	0,80	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-256,7	-564,4	-286,0	183,1	83,0	39,7	267,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,4%	7,2%	12,1%	7,3%	7,6%	9,9%	6,2%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	5,4	-33,1	23,6	-29,3	14,9	9,7	6,1
P/CE	3,6	7,1	4,2	5,6	3,4	2,9	2,4
P/BV	0,9	1,0	1,2	1,3	1,2	1,1	0,9
P/S	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
FCF/EV	-16,5%	-25,8%	-10,8%	6,9%	3,1%	1,4%	10,0%
EV/EBITDA	5,4	9,9	5,8	7,0	6,6	5,4	4,4
EV/EBIT	8,1	51,0	10,4	16,9	12,9	10,2	7,5
EV/S	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
DYield	2,1%	5,6%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	37,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
MC (mln PLN)	1049,7	1049,7	1049,7	1049,7	1049,7	1049,7	1049,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	50,0	44,9	49,4	46,0	46,0	46,0	46,0
EV (mln PLN)	1 552,1	2 190,7	2 657,7	2 671,8	2 708,3	2 801,7	2 674,3



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.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

Analicycy:

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

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 księgową

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 księgową) - 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. 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 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 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. 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	Trzymaj
data wydania	2009-04-16	2009-05-06	2009-05-15	2009-07-03	2009-08-05	2009-10-06
kurs z dnia rekomendacji	23,55	33,00	32,00	26,50	34,20	39,90
WIG w dniu rekomendacji	28274,98	29777,06	29311,53	30252,24	35363,92	37153,10