

17 marca 2010

Aktualizacja raportu

**Przemysł chemiczny**

Polska

**Ciech****Akumuluj**

CECH.WA; CIE PW

(Podwyższona)

**Umowa z bankami już wkrótce?**

<b>Cena bieżąca</b>	<b>33,40 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>39,20 PLN</b>
Kapitalizacja	935,2 mln PLN
Free float	359,4 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,43 mln PLN

Kurs akcji Ciech odrobił w ostatnich tygodniach część spadków wynikających z przeciągających się negocjacji z bankami i prasowych spekulacji o niskich ofertach cenowych złożonych w procesie prywatyzacyjnym. Spółka co prawda nadal nie sfinalizowała umowy konsolidującej zadłużenie, ale wszystko wskazuje na to, że do końca miesiąca proces ten zostanie definitywnie zakończony. Pewnym ryzykiem mogą być warunki ugody z bankami, które według ostatnich wypowiedzi Prezesa żądają od Ciechu obniżenia długu netto w ciągu najbliższego roku. Na razie nie znamy szczegółów tej umowy, ale nie można wykluczyć że Spółka będzie musiała posiłkować się w tym wypadku podwyższeniem kapitału. Ewentualny negatywny wpływ takiego scenariusza na notowania powinien być jednak krótkoterminowy i dlatego wyceniając akcje Ciech na 39,2 PLN zalecamy ich akumulowanie.

**Struktura akcjonariatu**

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

Pozostali 38,43%

**Prezentacja sektora**

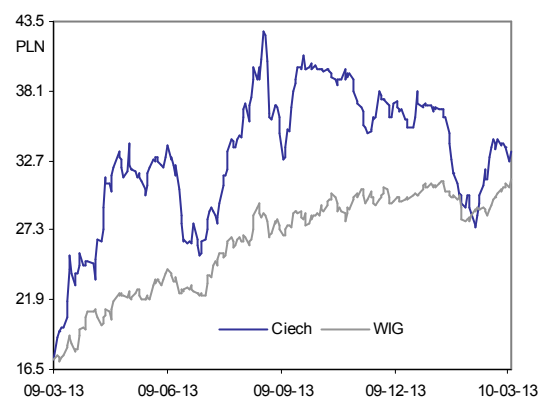
Obserwowana obecnie poprawa globalnej koniunktury znajduje bezpośrednie przełożenie we wzroście popytu na chemikalia. Wyższe wolumeny pozwalają na poprawę wyników finansowych, a stabilizacja cen surowców pozytywnie nastraja na kolejne kwartały jeśli chodzi o poziom realizowanych marż. Z punktu widzenia 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**

30.04- publikacja raportu za rok 2009  
17.05- publikacja raportu za 1Q'2010

**Kurs akcji Ciech na tle WIG****Wyniki za 4Q'09 - poprawa w organice, słabszy wynik na sodzie**

Wyniki Ciechu za 4Q'09 rozczarowały na poziomie operacyjnym przede wszystkim w segmencie sodowym, który doświadczył już pogorszenia marż w związku z umocnieniem złotego i aneksowaniem cen w kontraktach handlowych. Pozytywnie zaskoczyła natomiast dywizja organiczna, która gdyby nie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-26 mln PLN) wynikające z zawiązania rezerw ekologicznych w Zachemie, przeszacowania opcji put na wykup akcji tej spółki oraz odpisania niesfinalizowanej transakcji sprzedaży wagonów) wypracowałaby dodatni wynik EBIT na poziomie 8,3 mln PLN (nasza prognoza -2 mln PLN). Po wyłączeniu jednorazowych ujemnych czynników również segment agrochemiczny przyniósł pozytywną niespodziankę, notując mniejszą niż oczekiwaliśmy stratę operacyjną. W tym kontekście perspektywa wyników za 1Q wygląda obiecująco – dalsza poprawa rezultatów w dywizji organika i agro oraz wysokie przychody z kawern księgowane w segmencie sodowym.

**Umowa z bankami- na jakich warunkach?**

Prawdopodobnie do końca marca Ciech powinien podpisać długo oczekiwaną umowę z bankami. Ważniejsze od samej finalizacji tych negocjacji, będą szczegółowe warunki uzgodnione z instytucjami finansowymi. Oprócz wydłużenia zapadalności długu i zmiany spreadów kredytowych, kluczowy będzie sygnalizowany ostatnio przez Prezesa Kunickiego zapis dotyczący zobowiązania Ciechu do obniżenia zadłużenia netto. Bazując na rynkowej praktyce kowenantów kredytowych można oczekiwać, że banki będą wymagać obniżenia wskaźnika dług netto/EBITDA z obecnych 4,1 do poziomu 3,0-3,5. Wydaje się, że spełnienie tego warunku w sprzyjających okolicznościach powinno być możliwe w oparciu o prowadzone procesy dezinwestycyjne, ale nie można wykluczyć że Zarząd zdecyduje również o podniesieniu kapitału. W konserwatywnym scenariuszu (wskaźnik na poziomie 3,0 i kłopoty z finalizacją sprzedaży PTU) Spółka musiałaby pozyskać z emisji 200-300 mln PLN, czyli 22-33% obecnej kapitalizacji.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	3 787,1	3 685,8	3 962,3	4 332,3	4 619,4
EBITDA	449,9	400,2	461,0	513,6	570,8
marża EBITDA	11,9%	10,9%	11,6%	11,9%	12,4%
EBIT	246,7	171,2	233,0	273,9	324,6
Zysk netto	-41,9	-56,8	71,2	112,8	149,9
DPS	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	-	-	13,1	8,3	6,2
P/CE	5,8	5,4	3,1	2,7	2,4
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,7	6,2	5,4	4,7	4,1
DYield	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.klischcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

## 4Q'09- słabszy wynik w sodzie, pozytywne zaskoczenie na organice

W 4Q'09 Ciech zanotował wysoką stratę operacyjną, podczas gdy nasza prognoza, podobnie jak konsensus, zakładała lekki zysk na tym poziomie. Głównym powodem tego negatywnego odchylenia jest wysokie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-30 mln PLN), alokowane głównie w segmentach agrochemicznym i organicznym. W celu poprawnej interpretacji wyników w poszczególnych obszarach działalności oprócz uwzględnienia tych czynników jednorazowych, należy wziąć pod uwagę zmianę rachunkowości dotyczącą transakcji zabezpieczeń w pierwszych trzech kwartałach 2009 (wyłączenie strat na części hedgingu z działalności operacyjnej).

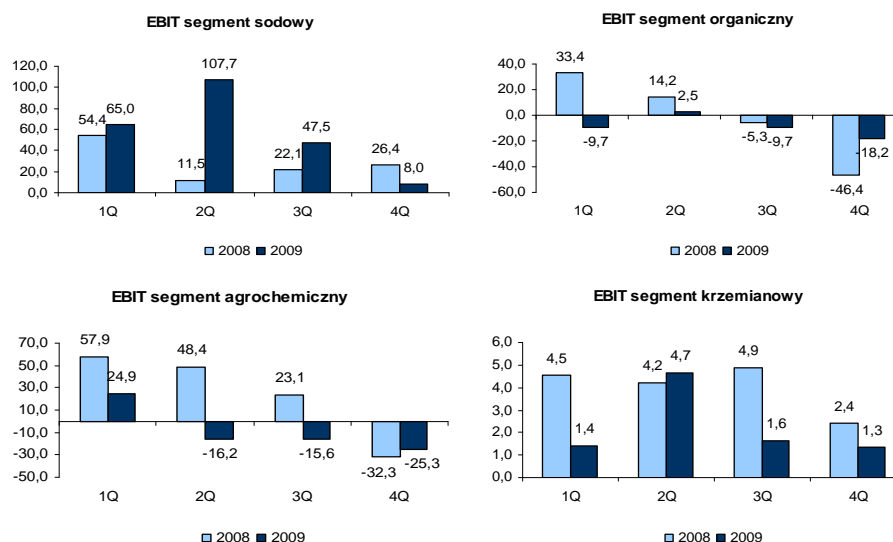
### Skonsolidowane kwartalne wyniki Grupy Ciech

(mln PLN)	IVQ2009	IVQ2008	zmiana	IVQ2009P	wyniki vs. prognoza	konsensus	wyniki vs konsensus	2009	2008	zmiana
Przychody	894,6	805,9	11%	834,9	7%	850,0	5%	3 685,8	3 787,1	-3%
EBITDA	24,1	21,1	15%	62,8	-62%	55,5	-57%	400,2	449,9	-11%
marża EBITDA	2,7%	2,6%	-	7,5%	-	6,5%	-	10,9%	11,9%	-
EBIT	-35,3	-25,7	37%	7,0	-	5,7	-	171,2	246,7	-31%
Zysk brutto	-69,5	-178,4	-	-26,0	-	-	-	-44,3	-7,3	-
Zysk netto	-49,2	-157,1	-	-21,1	-	-30,2	-	-56,8	-41,9	-

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE, PAP

Rozczarowujące w kontekście naszych prognoz były zyski osiągnięte przez segment sodowy (EBIT zaledwie 8 mln PLN wobec 47,5 mln PLN w 3Q'09 i 27 mln PLN zakładane w naszych szacunkach). Nie można tego tłumaczyć wyższymi o około 7 mln PLN kosztami zarządu, w których dokonano reklasyfikacji w spółce niemieckiej oraz zaksięgowano poniesione już koszty sprzedaży PTU (dotychczas aktywowane), gdyż jednocześnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło prawie 12 mln PLN (przychody z kawern oraz sprzedaż praw do emisji). Za główne powody osłabienia EBIT należy uznać spadek cen sody i nadal słabe wyniki spółki rumuńskiej. W segmencie organicznym pojawiło się z kolei pozytywne zaskoczenie, gdyż poprawiające się marże na TDI pozwoliły na wypracowanie dodatniego wyniku operacyjnego (+8 mln PLN vs. oczekiwane -2 mln PLN). Raportowany rezultat był co prawda ujemny, ale tylko ze względu na bardzo wysokie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-26 mln PLN), które było konsekwencją zawiązanych rezerw ekologicznych w Zachemie (-7 mln PLN) oraz innych mniejszych odpisów i rezerw (w tym przeszacowania opcji put na wykup akcji w Zachemie 4 mln PLN, odpisanie niesfinalizowanej przez kontrahenta transakcji sprzedaży wagonów -7 mln PLN). W przypadku segmentu agrochemicznego raportowana strata była wyższa od naszych prognoz (-25 mln PLN vs. -20 mln PLN), ale było to również efektem ujemnego salda na pozostałej działalności (-15,7 mln PLN), a więc oczyszczony rezultat można uznać za pozytywną niespodziankę. Na działalności finansowej saldo wyniosło -36 mln PLN, czyli zgodnie z oczekiwaniami na poziomie -33 mln PLN. Strata netto wyniosła -49 mln PLN, co było efektem zaksięgowania ujemnego podatku w kwocie 17 mln PLN.

### Wynik operacyjny wg. segmentów działalności

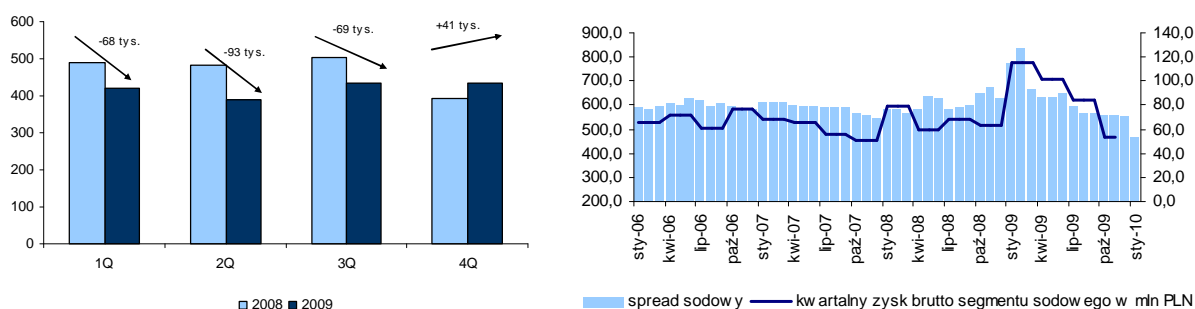


Źródło: Ciech

## Segment sodowy- jednorazowe zyski nie powtórzą się w 2010

Segment sodowy wypracował rekordowy poziom EBITDA w 2009 roku (351 mln PLN vs. 219 mln PLN w 2008 roku), ale interpretacja tych wyników nie może abstrahować od czynników jednorazowych, które stanowiły mocne wsparcie dla zysków. Spółka zaksięgowwała bowiem, aż 82 mln PLN dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej, z czego około 30 mln PLN stanowiły przychody ze sprzedaży kawern, a pozostałe 52 mln PLN to efekt rozwiązania rezerwy (odwrócenie odpisów i rezerw w Sodawerk na ochronę środowiska na 10 mln PLN i na zobowiązania prywatyzacyjne w Govorze na 35 mln PLN) oraz przychodów z praw do emisji. Po oczyszczeniu o te czynniki strumień EBIDTA wyniósłby 270 mln PLN wobec 189 mln PLN rok wcześniej. Poprawa rezultatów, mimo 15% spadku wolumenów, była możliwa przede wszystkim dzięki wyższym marżom jednostkowym kreowanym przez wysokie ceny sody (wsparte wysokim kursem EUR/PLN) i spadające ceny koksu i węgla. Niestety na przestrzeni całego roku zauważalny był wyraźny trend spadkowy rentowności segmentu (oczyszczona EBITDA wg. kwartałów: 1Q 101 mln PLN, 2Q 76,8 mln PLN, 3Q 65,4 mln PLN i 4Q 26,1 mln PLN), spowodowany umocnieniem złotego i presją klientów na aneksowanie umów handlowych podpisywanych na początku roku w sprzyjających dla Ciechu warunkach. W tym kontekście w 2010 roku oczekujemy pogorszenia oczyszczonych wyników segmentu w ujęciu r/r, mimo zakładanej poprawy w zakresie wolumenów sprzedaży. Należy jednak pamiętać, że Spółka zamierza w tym roku zaksięgować 12,3 mln EUR przychodów w ramach umowy sprzedaży kawern w Niemczech, z czego aż 5,1 mln EUR spodziewamy się w 1Q'10, co wyraźnie wzmocni raportowane wyniki segmentu. Ostatecznie EBITDA dywizji powinna ukształtować się na poziomie 266 mln PLN.

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

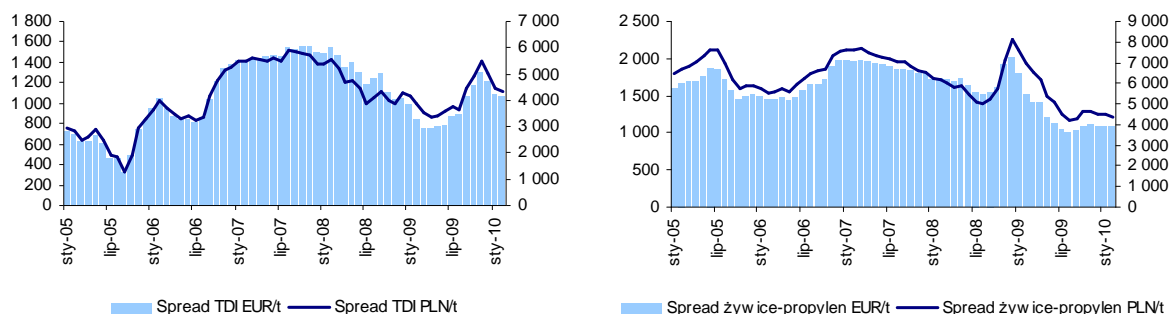


\*szacunkowa różnica między ceną 1 tony sody, a jednostkowym kosztem węgla i koksu  
Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

## Organika- pozytywne tendencje na marżach

Segment organiczny najbardziej odczuł osłabienie globalnej koniunktury zarówno jeśli chodzi o marże jednostkowe, jak i wolumeny sprzedaży. Po pięciu z rzędu kwartałach zakończonych stratą operacyjną, 4Q'09 przyniósł już jednak dodatni wynik operacyjny na tej działalności (po wyłączeniu czynników jednorazowych) i wszystko wskazuje na to, że ta pozytywna tendencja będzie również zauważalna w kolejnych okresach. Największą poprawę obserwujemy na TDI, przychody z którego stanowią 43% sprzedaży ogółem całego segmentu. Ciech dzięki przeprowadzonym inwestycjom zwiększył wolumen sprzedaży na tym produkcie do 63 tys. ton z 49 tys. ton w 2008 roku, ale docelowy poziom produkcji osiągnął dopiero w 4Q, tak więc w 2010 roku można oczekiwać sprzedaży TDI na poziomie 75 tys. ton. Na wyniki segmentu bardzo pozytywnie w końcówce roku oddziaływał również wyraźny wzrost marży przerobowej na tym produkcie, napędzany rosnącym popytem z rynków azjatyckich. Nie bez znaczenia było w tym wypadku ograniczenie wykorzystania mocy wytwórczych przez producentów, jak również trwałe zamykanie fabryk (przykładem jest zapowiedziana na 2Q likwidacja zakładu Dow Chemicals w USA o mocach na poziomie 100 tys. ton rocznie). Na pozostałych kluczowych produktach dywizji organicznej (żywice, EPI, pianki PUR) na razie obserwujemy tylko wzrost wolumenów przy mało satysfakcjonujących marżach, ale kontynuacja globalnego ożywienia powinna w naszej opinii przynieść również poprawę rentowności w tych kategoriach. W naszych prognozach zakładamy właśnie taki scenariusz systematycznego wzrostu marży w perspektywie 2012 roku. Jednak już w tym roku dywizja powinna w naszej opinii zanotować około 37 mln PLN zysku wobec 35 mln PLN straty w 2009 roku.

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

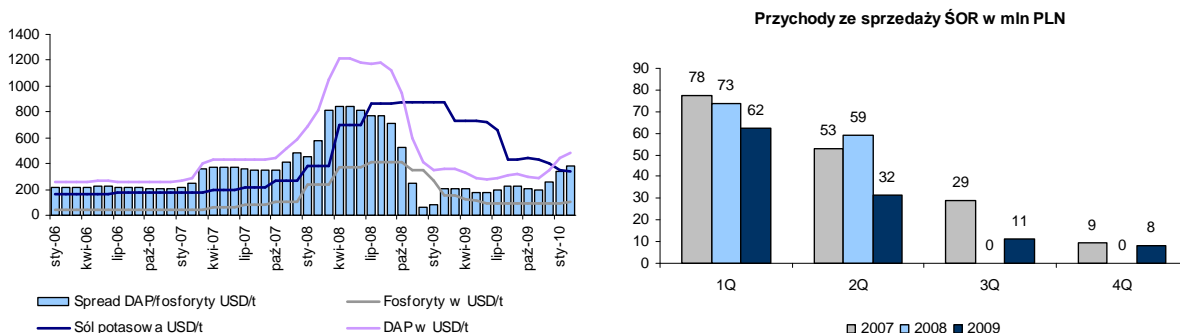


\*spread na TDI w relacji do ważonego kosztu toluenu i kwasu azotowego  
 Źródło: Bloomberg, ICIS-LOR, szacunki DI BRE

## Agrochemia- powrót do break even na nawozach

Wyniki segmentu agrochemicznego w 2009 roku znajdowały się pod presją bardzo trudnej sytuacji na rynku nawozowym i dlatego poza 1Q, w którym sezonowo rośnie sprzedaż wysokorentownych środków ochrony roślin, dywizja ta generowała ujemny EBIT. Po oczyszczeniu rezultatów o wynik na pozostałej działalności operacyjnej, można jednak poczynając od 3Q zaobserwować pozytywną tendencję zmniejszania straty i wszystko na to wskazuje, że w 1Q'10 Spółka osiągnie break even na sprzedaży nawozów. Trudno w naszej opinii spodziewać się dalszej poprawy marż na tej grupie produktowej, ale nawet przy takich założeniach wynik operacyjny segmentu w całym 2010 roku powinien sięgnąć 35 mln PLN wobec ubiegłorocznej straty -32 mln PLN (w tym ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej -16 mln PLN). Ryzykiem dla naszej prognozy może być opóźniony ze względu na pogodę sezon rolniczy (szczególnie jeśli chodzi o środki ochrony roślin), aczkolwiek ewentualna niższa sprzedaż w 1Q powinna być nadrobiona w 2Q.

## 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

## Restrukturyzacja długu- aktualizacja

Jeszcze w lutym Spółce udało się zawrzeć porozumienie w sprawie finansowania niemieckiej spółki sodowej z Commerzbankiem, które przewiduje wydłużenie obowiązującej umowy kredytowej na 63 mln EUR do 30 września 2014 roku. Zabezpieczeniem tego zobowiązania będzie gwarancja korporacyjna Ciech do kwoty 25 mln EUR. Nadal nie została natomiast uporządkowana pozostała część zadłużenia Ciechu (około 1,1 mld PLN- pozostałe 300 mln PLN to obligacje korporacyjne). Na początku marca Zarząd kolejny raz przedłużył okres umowy standstill z bankami zaangażowanymi w finansowanie Grupy do 15 marca, ale niestety nie udało się w tym terminie sfinalizować porozumienia i konieczne było jego przesunięcie na koniec miesiąca. Nowa umowa kredytowa ma pozwolić na skonsolidowanie zadłużenia spółek z grupy i wydłużenie jego zapadalności, ale należy się przy tym spodziewać wzrostu marż bankowych. Prezes Ryszard Kunicki w jednym z wywiadów poinformował, że jednym z punktów porozumienia jest zobowiązanie Ciechu do obniżenia zadłużenia w ciągu roku od podpisania umowy. Spółka będzie się starała spełnić te warunki poprzez wzmożony proces dezinvestycyjny, aczkolwiek nie wyklucza również podniesienia kapitału. Nie wiadomo jaki docelowy poziom będzie wymagany przez banki, ale zakładając konieczność zmniejszenia



relacji długu netto do EBITDA z obecnych 4,1 (wskaźnik uwzględnia zobowiązania z tytułu opcji walutowych według aktualnego kursu, które prawdopodobnie będą skonwertowane na kredyty) do standardowego w kowenantach poziomu 3,0-3,5, Spółka będzie musiała spłacić od 77 mln PLN do 307 mln PLN (przy założeniu realizacji naszej prognozy EBITDA na rok 2010). Według naszych szacunków wartość aktywów możliwych do sprzedaży w tym roku sięga około 138 mln PLN, w tym 75 mln PLN to udziały w PTU. Wolne przepływy pieniężne możliwe do wygenerowania z działalności operacyjnej po uwzględnieniu nakładów inwestycyjnych powinny wynieść 147 mln PLN, ale praktycznie w całości zostaną przeznaczone na spłatę odsetek. W optymistycznym wariantcie emisja akcji nie byłaby co prawda konieczna do spełnienia warunków kredytowych, ale oczywiście dla zapewnienia bufora bezpieczeństwa w razie niepowodzenia kluczowych dezinwestycji lub pogorszenia otoczenia makro, Zarząd może zdecydować się na przeprowadzenie oferty. W konserwatywnym scenariuszu Spółka musiałaby pozyskać w SPO około 200-300 mln PLN (nowe akcje stanowiłyby przy obecnej cenie 22-33% obecnego kapitału). Zwracamy jednak uwagę, że powyższe kalkulacje ze względu na fakt iż nie znamy szczegółowych postanowień umowy kredytowej w tym zakresie, mogą być obarczone znacznym błędem.

### Kluczowe aktywa Ciechu przeznaczone do sprzedaży

Dane za rok 2008 (w tys. PLN)	PTU (46%)	Polfa Ciech (100%)	Boruta Kolor (100%)	Transclean	Transoda
Przychody	-	54 937	11 545	24 978	39 963
Składka przypisana brutto	425 524	-	-	-	-
Zysk netto	-9 816	959	911	283	12
Kapitały własne	62 136	8 384	13 906	6 596	20 851
<b>Wartość uwzględniona w wycenie DI BRE</b>	<b>74 748</b>	<b>10 515</b>	<b>10 345</b>	<b>6 596</b>	<b>20 851</b>

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji Ciech wyznaczamy na 39,2 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	40,1
Wycena DCF	50%	32,4
	cena wynikowa	36,2
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>39,2</b>

### Wycena DCF

#### Założenia modelu

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

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż w tys. ton													
Soda	1 368	1 973	1 678	1 950	2 181	2 181	2 181	2 181	2 181	2 181	2 181	2 181	2 181
TDI	58	49	63	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
EPI	19	17	10	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Żywice	39	29	29	35	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Nawozy	181	188	123	150	150	150	150	150	150	150	150	150	151
Ceny produktów													
Soda w EUR/t	200	238	204	175	197	227	229	231	234	236	238	241	243
TDI w EUR/t	2 592	2 850	1 960	2 356	2 590	2 969	2 945	2 945	2 945	2 945	2 945	2 945	2 978
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	1 589
Żywice 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	2 787
DAP w USD/t	423	974	319	490	515	568	578	578	578	578	578	578	578
Średni kurs EUR/PLN	3,78	3,48	4,33	4,05	3,80	3,60	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Średni kurs USD/PLN	2,77	2,42	3,12	3,00	2,90	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70

2. Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec lutego 2010.
3. Wycena uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych przeznaczonych do sprzedaży w łącznej kwocie 214 mln PLN, w tym projekt kawernowy po opodatkowaniu (73,6 mln PLN po uwzględnieniu przedstawionych przez Spółkę prognoz przepływów z tego tytułu w perspektywie 2017 roku i wyłączeniu płatności zrealizowanych już w 2009 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), Transodę (20,8 mln PLN), Transclean (6,6 mln PLN) oraz spółkę Boruta-Kolor (10,3 mln PLN). Wycena Ciechu została również powiększona o wartość rynkową posiadanego pakietu ZA Tarnów (44 mln PLN).
4. W modelu EBITDA w latach 2010-19 została skorygowana o zyski na projekcie kawernowym, które zostały uwzględnione w pełnej wartości zdyskontowanych przepływów w pozycji „wartość aktywów nieoperacyjnych”.
5. Wycenę korygujemy także o zobowiązania z tytułu opcji walutowych według aktualnego kursu EUR/PLN (110 mln PLN), które prawdopodobnie w całości zostaną skonwertowane na dług po podpisaniu umowy z bankami.
6. Przy obliczaniu  $FCF_{TV}$  do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2019.
7. Po roku 2019 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,7%, współczynnik beta na poziomie 1,1.

**Model DCF wyceny akcji Ciech**

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 962</b>	<b>4 332</b>	<b>4 619</b>	<b>4 551</b>	<b>4 576</b>	<b>4 601</b>	<b>4 626</b>	<b>4 652</b>	<b>4 678</b>	<b>4 716</b>	<b>4 754</b>
zmiana	7,5%	9,3%	6,6%	-1,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>411,2</b>	<b>505,2</b>	<b>567,2</b>	<b>535,1</b>	<b>533,7</b>	<b>531,6</b>	<b>529,5</b>	<b>527,4</b>	<b>523,7</b>	<b>519,1</b>	<b>523,3</b>
marża EBITDA	10,4%	11,7%	12,3%	11,8%	11,7%	11,6%	11,4%	11,3%	11,2%	11,0%	11,0%
Amortyzacja	227,9	239,7	246,2	253,4	246,7	251,1	255,8	262,3	270,2	260,3	250,0
<b>EBIT skor.</b>	<b>183,2</b>	<b>265,5</b>	<b>321,0</b>	<b>281,8</b>	<b>287,0</b>	<b>280,5</b>	<b>273,7</b>	<b>265,1</b>	<b>253,4</b>	<b>258,7</b>	<b>273,4</b>
marża EBIT	4,6%	6,1%	6,9%	6,2%	6,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,4%	5,5%	5,5%
Opodatkowanie EBIT	34,8	50,4	61,0	53,5	54,5	53,3	52,0	50,4	48,2	49,2	51,9
<b>NOPLAT</b>	<b>148,4</b>	<b>215,1</b>	<b>260,0</b>	<b>228,2</b>	<b>232,5</b>	<b>227,2</b>	<b>221,7</b>	<b>214,8</b>	<b>205,3</b>	<b>209,6</b>	<b>221,4</b>
CAPEX	-238,0	-319,0	-286,0	-262,0	-254,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0	-250,0
Kapitał obrotowy	-19,7	-26,4	-20,5	4,9	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-2,7	-2,7
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>118,7</b>	<b>109,4</b>	<b>199,8</b>	<b>224,5</b>	<b>223,4</b>	<b>226,6</b>	<b>225,7</b>	<b>225,2</b>	<b>223,7</b>	<b>217,2</b>	<b>218,6</b>
WACC	7,7%	7,8%	8,2%	8,5%	8,7%	9,0%	9,2%	9,4%	9,6%	9,8%	10,0%
współczynnik dyskonta	94,0%	87,2%	80,6%	74,3%	68,4%	62,7%	57,5%	52,5%	47,9%	43,7%	43,7%
PV FCF	111,6	95,4	161,1	166,8	152,7	142,1	129,7	118,3	107,2	94,9	
<b>WACC</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>
Koszt długu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
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	61,4%	58,1%	52,7%	47,1%	42,9%	38,7%	34,9%	31,8%	28,4%	24,8%	20,0%
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>						
Wartość rezydualna (TV)	2 417,1						<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>				
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 055,8						<b>0,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 279,8	WACC +1,0pp	27,7	31,0	35,1	40,1	46,7				
Wartość firmy (EV)	2 335,6	WACC +0,5pp	29,3	32,9	37,5	43,2	50,7				
Dług netto	1 538,8	WACC	31,0	35,1	40,1	46,7	55,3				
Udziałowcy mniejszościowi	44,9	WACC -0,5pp	32,9	37,5	43,2	50,7	60,8				
Wartość aktywów nieoperacyjnych	214,1	WACC -01,0pp	35,1	40,1	46,7	55,3	67,4				
Wartość pakietu w ZA Tarnów	44,3										
Zobowiązania z tytułu opcji (poza rach. zabezpieczeń)	-110,0										
Wartość firmy	906,9										
Liczba akcji (mln)	28,0										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>32,4</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>35,1</b>										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	5,6										
P/E('10) dla ceny docelowej	13,8										
Udział TV w EV	45%										

## Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2010-2012 (z uwagi na uwzględnienie płatności z kawern w długu netto, przy obliczaniu wskaźników wyłączamy księgowe przychody z tego tytułu z zysku netto i EBITDA). 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			
		2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
Akzo Nobel	40,99	17,6	14,1	11,9	10,5	6,6	6,1	5,7	5,3
BASF	43,73	22,7	13,5	11,6	10,0	7,4	5,8	5,4	4,9
Croda International	9,18	18,3	13,9	12,8	11,9	10,4	8,8	8,3	7,9
Dow Chemical	29,93	63,6	20,1	11,2	9,3	10,6	8,2	7,0	6,1
Rhodia	14,59	-19,5	11,4	7,9	n/a	6,2	4,1	3,8	3,5
Sisecam	1,81	15,6	9,8	7,9	n/a	5,8	4,7	4,1	n/a
Solvay	73,35	13,1	13,5	18,9	16,0	6,7	9,3	8,5	8,2
Soda Sanayii	1,74	5,6	5,3	5,4	n/a	5,0	4,4	3,7	n/a
Tata Chemicals	311,75	10,3	12,1	10,5	11,0	6,0	7,0	6,5	6,9
Tessenderlo Chemie	22,40	-10,7	30,6	11,2	7,6	15,6	5,9	4,6	3,7
Wacker Chemie	98,23	30,9	13,2	10,9	8,4	8,5	5,3	4,6	4,0
Maksimum		63,6	30,6	18,9	16,0	15,6	9,3	8,5	8,2
Minimum		-19,5	5,3	5,4	7,6	5,0	4,1	3,7	3,5
<b>Mediana</b>		<b>15,6</b>	<b>13,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>
Ciech*	33,40	-7,6	30,3	8,8	6,4	7,7	5,9	4,8	4,3
(premia / dyskonto)		-	125,1%	-21,1%	-37,9%	15,3%	0,1%	-10,0%	-18,4%
<b>Implikowana wycena</b>									
Mediana		15,6	13,5	11,2	10,2	6,7	5,9	5,4	5,3
Waga wskaźnika				50,0%			50,0%		
Waga roku		0,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>		<b>40,1</b>							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009, Dług netto Ciech oczyszczony o wartość aktywów pozaoperacyjnych i pakietu ZA Tamów, Wyniki Ciech-u oczyszczone o wpływ rozwiązania rezerw i zysków ze sprzedaży kawern

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007*	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 174,3</b>	<b>3 415,0</b>	<b>3 787,1</b>	<b>3 685,8</b>	<b>3 962,3</b>	<b>4 332,3</b>	<b>4 619,4</b>
<i>zmiana</i>	-1,6%	57,1%	10,9%	-2,7%	7,5%	9,3%	6,6%
EBIT wg. segmentów							
Segment sodowy	n/a	123,0	114,4	228,2	145,5	142,5	148,5
Segment organiczny	n/a	167,5	-4,0	-35,0	37,4	79,5	118,9
Segment agrochemiczny	n/a	65,4	97,0	-32,2	36,0	37,3	41,9
Segment krzemianowy	n/a	8,8	16,1	9,1	13,3	14,2	15,1
Pozostała działalność	n/a	-321,8	23,2	1,1	0,8	0,5	0,1
<b>EBIT</b>	<b>192,0</b>	<b>43,0</b>	<b>246,7</b>	<b>171,2</b>	<b>233,0</b>	<b>273,9</b>	<b>324,6</b>
<i>zmiana</i>	33,7%	-77,6%	473,9%	-30,6%	36,1%	17,5%	18,5%
<i>marża EBIT</i>	8,8%	1,3%	6,5%	4,6%	5,9%	6,3%	7,0%
Wynik na działalności finansowej	3,5	-30,0	-250,7	-218,8	-145,1	-134,6	-139,5
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
<b>Zysk brutto</b>	<b>197,4</b>	<b>18,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-44,3</b>	<b>87,9</b>	<b>139,3</b>	<b>185,1</b>
Podatek dochodowy	28,2	48,1	24,3	18,8	16,7	26,5	35,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	1,7	10,4	-6,3	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>195,7</b>	<b>-31,7</b>	<b>-41,9</b>	<b>-56,8</b>	<b>71,2</b>	<b>112,8</b>	<b>149,9</b>
<i>zmiana</i>	75,4%	-116,2%	32,2%	35,5%	-225,3%	58,4%	32,9%
<i>marża</i>	9,0%	-0,9%	-1,1%	-1,5%	1,8%	2,6%	3,2%
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	229,0	227,9	239,7	246,2
<b>EBITDA</b>	<b>287,8</b>	<b>222,3</b>	<b>449,9</b>	<b>400,2</b>	<b>461,0</b>	<b>513,6</b>	<b>570,8</b>
<i>zmiana</i>	22,1%	-22,8%	102,4%	-32,0%	34,4%	22,9%	12,3%
<i>marża EBITDA</i>	13,2%	6,5%	11,9%	10,9%	11,6%	11,9%	12,4%
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	-1,5	-2,0	2,5	4,0	5,4
CEPS	10,4	5,3	5,8	6,2	10,7	12,6	14,1
ROAE	18,6%	-2,9%	-4,4%	-6,7%	8,1%	11,6%	13,6%
ROAA	8,7%	-0,9%	-1,0%	-1,4%	1,7%	2,6%	3,4%

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

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>AKTYWA</b>	<b>2 859,3</b>	<b>3 966,3</b>	<b>4 346,6</b>	<b>4 071,7</b>	<b>4 171,5</b>	<b>4 343,3</b>	<b>4 459,8</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 755,3</b>	<b>2 401,8</b>	<b>2 766,3</b>	<b>2 779,4</b>	<b>2 780,5</b>	<b>2 823,8</b>	<b>2 840,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 518,4	2 004,8	2 350,8	2 382,6	2 383,1	2 424,0	2 440,3
Wartości niematerialne i prawne	97,7	202,6	192,9	178,5	179,0	181,5	181,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	4,6	4,6	4,6	4,6
Pozostałe aktywa trwałe	139,2	194,4	222,6	213,8	213,8	213,8	213,8
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 104,1</b>	<b>1 564,5</b>	<b>1 580,3</b>	<b>1 292,2</b>	<b>1 391,0</b>	<b>1 519,5</b>	<b>1 619,3</b>
Zapasy	245,8	284,4	437,1	318,9	342,8	374,8	399,7
Należności krótkoterminowe	699,3	969,8	930,7	827,2	889,2	972,3	1 036,7
Rozliczenia międzyokresowe	13,3	185,9	100,4	14,5	14,5	14,5	14,5
Kredyt w rachunku bieżącym	14,3	28,9	66,3	78,7	78,7	78,7	78,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	131,3	95,6	45,8	52,9	65,7	79,2	89,7

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>PASYWA</b>	<b>2 859,3</b>	<b>3 966,3</b>	<b>4 346,6</b>	<b>4 071,7</b>	<b>4 171,5</b>	<b>4 343,3</b>	<b>4 459,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 137,3</b>	<b>1 067,5</b>	<b>849,4</b>	<b>845,2</b>	<b>916,4</b>	<b>1 029,2</b>	<b>1 179,1</b>
Kapitał akcyjny	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1
Pozostałe kapitały własne	979,4	922,3	777,0	739,7	810,9	923,7	1 073,6
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>496,4</b>	<b>1 070,3</b>	<b>879,3</b>	<b>1 020,0</b>	<b>1 298,7</b>	<b>1 277,3</b>	<b>1 213,4</b>
Pożyczki i kredyty	316,9	756,0	388,9	652,0	980,5	967,5	907,2
Pozostałe	179,6	314,3	490,4	368,0	318,2	309,8	306,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 175,5</b>	<b>1 783,6</b>	<b>2 568,5</b>	<b>2 168,3</b>	<b>1 918,2</b>	<b>1 998,6</b>	<b>2 029,1</b>
Pożyczki i kredyty	316,8	480,6	1 264,9	939,7	623,3	615,1	576,7
Zobowiązania handlowe	542,7	851,5	881,1	883,5	949,7	1 038,4	1 107,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	301,7	422,6	356,2	266,4	266,4	266,4	266,4
Dług	633,7	1 236,6	1 653,8	1 591,7	1 603,8	1 582,5	1 483,9
Dług netto	502,4	1 141,0	1 608,0	1 538,8	1 538,1	1 503,3	1 394,2
(Dług netto / Kapitał własny)	44,2%	106,9%	189,3%	182,1%	167,9%	146,1%	118,2%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	5,1	3,6	3,8	3,3	2,9	2,4
<b>BVPS</b>	<b>40,6</b>	<b>38,1</b>	<b>30,3</b>	<b>30,2</b>	<b>32,7</b>	<b>36,8</b>	<b>42,1</b>



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>176,5</b>	<b>243,2</b>	<b>33,0</b>	<b>420,2</b>	<b>345,1</b>	<b>454,8</b>	<b>515,4</b>
Zysk netto	195,7	-31,7	-41,9	-56,8	71,2	112,8	149,9
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	229,0	227,9	239,7	246,2
Kapitał obrotowy	-55,3	-121,4	-156,7	189,2	-19,7	-26,4	-20,5
Pozostałe	-62,8	212,8	136,7	28,2	65,6	128,7	139,8
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-483,5</b>	<b>-575,8</b>	<b>-426,2</b>	<b>-328,8</b>	<b>-229,0</b>	<b>-283,0</b>	<b>-263,0</b>
CAPEX	-160,6	-244,6	-456,8	-262,8	-238,0	-319,0	-286,0
Inwestycje kapitałowe	-300,6	-372,5	-100,2	-71,3	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-22,3	40,3	130,8	15,9	9,0	36,0	23,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>346,0</b>	<b>296,7</b>	<b>337,6</b>	<b>-83,6</b>	<b>-103,3</b>	<b>-158,3</b>	<b>-242,0</b>
Emisja akcji	0,0	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	367,5	342,4	406,8	-64,6	12,2	-21,3	-98,6
Dywidenda (buy-back)	-23,2	-58,5	-58,0	-6,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,8	-2,7	-11,3	-12,3	-115,4	-137,0	-143,4
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>39,0</b>	<b>-35,9</b>	<b>-55,7</b>	<b>7,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,5</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	131,3	95,6	45,8	52,9	65,7	79,2	89,7
DPS (PLN)	0,80	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-256,7	-564,4	-288,1	252,5	145,8	169,4	248,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,4%	7,2%	12,1%	7,1%	6,0%	7,4%	6,2%

## Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	4,8	-29,5	-22,3	-16,5	13,1	8,3	6,2
P/CE	3,2	6,3	5,8	5,4	3,1	2,7	2,4
P/BV	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0
FCF/EV	-17,9%	-27,2%	-11,3%	10,2%	5,9%	6,9%	10,7%
EV/EBITDA	5,0	9,3	5,7	6,2	5,4	4,7	4,1
EV/EBIT	7,5	48,3	10,3	14,5	10,6	8,9	7,2
EV/S	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
DYield	2,4%	6,3%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>33,40</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
MC (mln PLN)	935,2	935,2	935,2	935,2	935,2	935,2	935,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	50,0	44,9	49,4	38,3	38,3	38,3	38,3
EV (mln PLN)	1 437,6	2 076,2	2 543,2	2 474,0	2 473,3	2 438,5	2 329,4



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 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	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-07-03	2009-08-05	2009-10-06	2009-12-03
kurs z dnia rekomendacji	26,50	34,20	39,90	37,49
WIG w dniu rekomendacji	30252,24	35363,92	37153,10	40141,79