

23 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu

**Przemysł chemiczny**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>28,27 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>34,50 PLN</b>
Kapitalizacja	791,6 mln PLN
Free float	304,2 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,44 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

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

Pozostali 38,43%

**Prezentacja sektora**

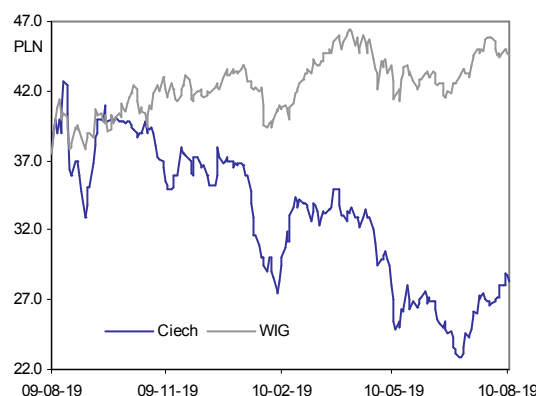
Obserwowana obecnie poprawa globalnej koniunktury znajduje bezpośrednie przełożenie we wzroście popytu na chemikalia. Wyższe wolumeny pozwalają na poprawę wyników finansowych, a zmniejszająca się nadwyżka mocy produkcyjnych nad popytem powinna pozytywnie wpływać na marżę. W przypadku niektórych produktów maleje również presja dumpingowego importu z Chin, gdzie rośnie popyt wewnętrzny.

**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**

31.08 - publikacja raportu za 1H'2010  
15.11 - publikacja raportu za 3Q'2010

**Kurs akcji Ciech na tle WIG****Kamil Kliszcz**

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Ciech

CECH.WA; CIE PW

## Kupuj

(Niezmieniona)

### Emisja nie powinna już straszyć

Ostatnie tygodnie przyniosły szereg dobrych informacji dotyczących koncernu: sprzedaż PTU, umowa z EBOR oraz znacząca poprawa otoczenia makro w segmencie organicznym. W naszej opinii otoczenie zewnętrzne może się również poprawiać w sodzie, gdzie rynek osiągnął już średnioterminowe minimum (presja na wzrost cen zarówno po stronie rosnącego popytu jak i wyższych kosztów). Znaczącej progresji wyników oczekujemy od 3Q, ale już w 2Q spodziewamy się wyższej jakości EBIT q/q. Zwracamy ponadto uwagę, że w przypadku negatywnego scenariusza w globalnej gospodarce buforem bezpieczeństwa Ciechu powinien być mechanizm kursu walutowego, który w ostatnim kryzysie nie zadziałał ze względu na problem opcji. W tym kontekście nadal dostrzegamy potencjał wzrostu kursu akcji (ponad 30% dyskonto do innych producentów sody), a wyceniając je na 34,5 PLN utrzymujemy rekomendację kupuj.

**Poprawa sytuacji na kluczowych rynkach**

Obserwujemy bardzo wyraźną poprawę marż w segmencie organicznym, w szczególności w żywicach (rekordowe ceny 35% powyżej średniej 6-letniej) i EPI gdzie mamy do czynienia z brakami podażyowymi w związku z zamknięciem i awariami instalacji bisfenolu. W naszej opinii w pełni te pozytywne tendencje znajdują odzwierciedlenie w wynikach 3Q. Dodatkowo spodziewamy się odbicia cen sody w Europie, co będzie konsekwencją obniżenia presji importowej z Chin i USA oraz podwyżkami cen gazu i koksu, które polska Spółka powinna odczuć w mniejszym stopniu.

**Restrukturyzacja i dezinvestycje**

Zapowiadane od dłuższego czasu przyspieszenie procesu restrukturyzacji Grupy powinno w najbliższych miesiącach nabierać tempa pod presją umowy z bankami. Spodziewamy się finalizacji procesów dezinvestycyjnych, które zapoczątkowała sprzedaż PTU i pakietu ZAT. Łącznie sprzedaż aktywów spoza podstawowego biznesu mogłaby obniżyć stan zadłużenia netto Ciechu nawet o ponad 500 mln PLN. Zarząd zapowiada ponadto zwiększenie efektywności kosztowej koncernu poprzez konsolidację spółek wchodzących w skład poszczególnych dywizji. Naszym zdaniem Spółka powinna dokonać także analizy dotychczasowej inwestycji w Rumunii i przedstawić albo przekonujący plan uzyskania tam trwałej rentowności albo podjąć decyzję o zamknięciu fabryki, co może być pozytywne odebrane przez inwestorów w kontekście permanentnej negatywnej kontrybucji tej spółki na poziomie EBIT.

**Ryzyko krzywdzącej emisji zminimalizowane**

W ostatnich miesiącach kurs Ciechu infekowały obawy inwestorów dotyczące ewentualnej emisji akcji (pozyskanie środków na obniżenie długu) ze względu na spodziewaną sprzedaż praw poboru przez MSP. Podpisana ostatnio wstępna umowa z EBOiR eliminuje w naszej opinii ryzyko emisji krzywdzącej aktualnych akcjonariuszy, gdyż ta europejska instytucja może objąć akcje przynależne resortowi skarbu.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	3 787,1	3 684,2	4 062,5	4 370,4	4 391,4
EBITDA	449,9	365,1	394,7	499,1	494,7
marża EBITDA	11,9%	9,9%	9,7%	11,4%	11,3%
EBIT	246,7	135,0	165,9	258,6	247,8
Zysk netto	-41,9	-85,5	87,7	92,2	77,4
DPS	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	-	-	9,0	8,6	10,2
P/CE	4,9	5,5	2,5	2,4	2,4
P/BV	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	5,3	6,4	5,9	4,6	4,6
DYield	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## 2Q'10- spodziewana poprawa jakości wyników

Wyniki operacyjne Ciechu w 2Q tego roku powinny być zbliżone do tych z 1Q'2010, ale ich struktura będzie naszym zdaniem nieco lepsza w związku z mniejszym wpływem salda na pozostałej działalności operacyjnej w segmencie sodowym. Na tej kluczowej działalności oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie 28 mln PLN vs 25,5 mln PLN w 1Q'10, przy czym przychody z kawern sięgną około 10 mln PLN (w 1Q łącznie z zyskami ze sprzedaży uprawnień emisyjnych Spółka zaksięgowała jednorazowe przychody na poziomie 21 mln PLN). Poprawa wyniku na powtarzalnej działalności w tym obszarze to efekt przede wszystkim nieznacznie wyższych cen sody w ujęciu złotówkowym, wzrostu wolumenów i zapowiadanych ostatnio przez Zarząd inicjatyw w zakresie oszczędności kosztowych w Rumunii i Niemczech. Znaczącej poprawy rezultatów spodziewamy się w segmencie organicznym, gdzie obserwowane w ostatnich tygodniach wzrosty cen żywic i EPI pozwolą w naszej opinii na wypracowanie EBIT na poziomie 26 mln PLN vs. 9,5 mln PLN w 1Q'10. Sezonowy spadek zysków w agrochemii będzie nieco zneutralizowany przesunięciem sezonu na rynku środków ochrony roślin, ale i tak różnica q/q będzie znacząca (8 mln PLN vs. 26 mln PLN na poziomie EBIT). Ostatecznie skonsolidowany zysk operacyjny powinien sięgnąć 39,5 mln PLN, ale ze względu na wysoki poziom kosztów odsetkowych (około 30 mln PLN), ujemne różnice kursowe na nie zamkniętych jeszcze transakcjach opcyjnych (brak neutralizującego efektu pożyczki do niemieckiej spółki sodowej, która została już skonwertowana na kapitał) i stratę na sprzedaży akcji ZAT (8,3 mln PLN) Spółce nie uda się wypracować zysku netto.

### Skonsolidowane kwartalne wyniki Grupy Ciech

(mln PLN)	IIQ2010P	IIQ2009	zmiana	I-IIQ 2010P	I-IIQ 2009	zmiana	2010P	2009	zmiana
Przychody	1 002,0	901,9	11,1%	1 964,0	1 893,6	3,7%	3 962,3	3 684,2	7,5%
EBITDA	98,4	147,5	-33,3%	199,0	295,1	-32,6%	461,0	365,1	26,3%
marża	9,8%	16,4%	-	10,1%	15,6%	-	11,63%	10,86%	-
EBIT	39,5	96,1	-58,9%	81,1	181,6	-55,3%	233,0	135,0	72,6%
Zysk brutto	-2,2	34,0	-	4,0	29,4	-	87,9	-88,0	-
Zysk netto	-1,8	29,0	-	-4,6	15,1	-	71,2	-85,5	-

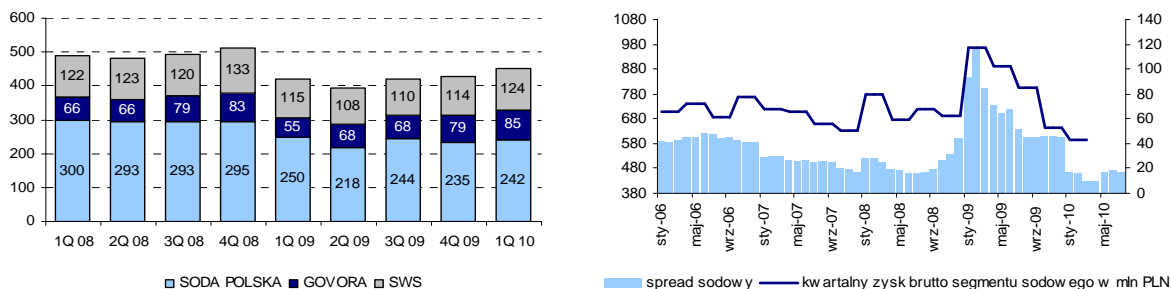
Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

## Segment sodowy- szansa na odbudowę marż

Segment sodowy po rekordowym pod względem wyników roku ubiegłym, w 2010 roku okazał się największym rozczarowaniem notując wyraźne pogorszenie rentowności. Rok temu Ciech był beneficjentem słabego złotego blokującego import (szczególnie znacznie tańszej sody amerykańskiej i tureckiej) i utrzymujących się jeszcze wysokich cen walutowych (odzwierciedlających poziom break even europejskich producentów przy zakontraktowanych wysokich cenach energii i innych surowców). Osiągane wysokie marże jednostkowe z nawiązką rekompensowały ponad 20% spadki wolumenów sprzedaży. Jednak już w drugiej połowie 2009 roku tracący rynek konkurencji z zachodniej Europy rozpoczęli walkę cenową z importerami, która szybko doprowadziła do obniżenia cenników o ponad 30% w relacji do maksimum z 1Q'09. Ciech oprócz dostosowania swojej oferty tracił dodatkowo marżę z uwagi na umocnienie złotego względem EUR. Efektywna kontraktowa cena sody dla polskiego koncernu w 1Q'2010 była niższa r/r o ponad 38%, co zaowocowało spadkiem oczyszczonego strumienia EBITDA aż o 75 mln PLN (-68%). Nie bez znaczenia był również fakt silnej konkurencji naturalnej sody napływającej z Turcji na południe Europy, która obniżyła spotowe ceny ważne z punktu widzenia rumuńskich zakładów sodowych US Govora odpowiadających za 19% skonsolidowanego wolumenu. Dodatkowym czynnikiem infekującym światowy rynek był rosnący eksport z Chin, gdzie władze zdecydowały się wesprzeć lokalnych producentów wprowadzając preferencyjne stawki VAT (obniżone o 9 punktów procentowych). Przy spadającym popycie krajowym chińscy wytwórcy sody stosując dumpingowe ceny zwiększali wolumeny sprzedaży zagranicznej, mimo osłabienia globalnego popytu, wypychając innych dostawców nawet dużo bardziej efektywnych kosztowo producentów amerykańskich skupionych w organizacji ANSAC. Walka cenowa doprowadziła dość szybko do zawężenia marż, które w przypadku europejskich producentów sody syntetycznej obniżyły się do zaledwie kilku EUR na tonę, podczas gdy średnia dla ostatnich 5 lat wynosiła 40 EUR/t. Tak dramatyczna sytuacja przyspieszyła na pewno decyzję o zamknięciu kilku balansujących już wcześniej na granicy opłacalności fabryk sody m.in. holenderskiego zakładu należącego do Tata Chemicals o rocznych zdolnościach na poziomie 420 tys. ton lub tymczasowego wstrzymania produkcji przez niektórych wytwórców jak rumuńskiego zakładu Ocna Mures (300

tys. ton czy ukraińskiego zakładu Lisichansk (250 tys. ton ostatnio wykorzystywane wcześniej moce nawet 580 tys. ton).

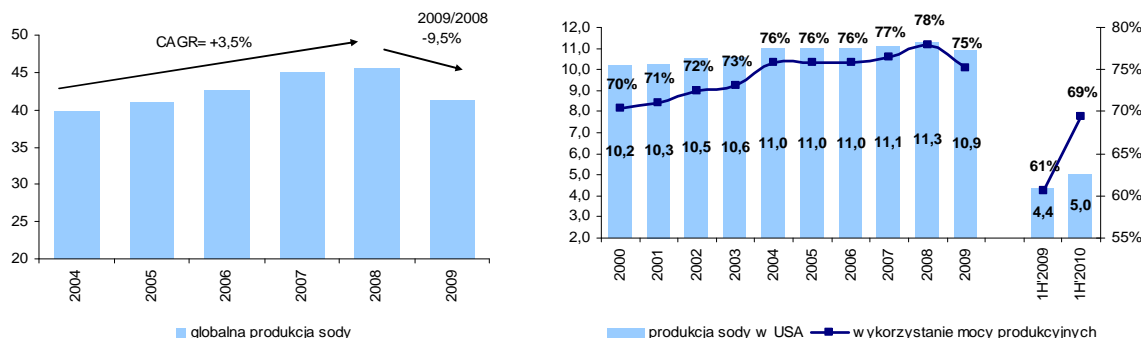
### Wolumenowa sprzedaż sody w ujęciu kwartalnym i wynik segmentu na tle spreadu sodowego\*



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

W naszej opinii obecnie pojawiają się jednak przesłanki, które pozwalają na sformułowanie tezy iż początek roku wyznaczył minimum cenowe na globalnym rynku sody i w najbliższych miesiącach można oczekiwać odwrócenia niekorzystnych dla Ciechu trendów. Branżowe dane dotyczące popytu wskazują, że światowe zapotrzebowanie na sodę odbudowuje się i niewykluczony jest scenariusz powrotu do konsumpcji sprzed kryzysu w ciągu 2-3 lat (popyt w 2009 spadł o 9,5% do poziomu 41,2 mln ton notowanego ostatnio w 2005 roku). Oznaczałoby to istotną poprawę bilansu na tym rynku poprzez zmniejszenie nadwyżki podaźowej i możliwość zwiększenia wskaźnika wykorzystania mocy wytwórczych z najniższego w historii poziomu 74%. Najnowsze dane rynkowe wskazują, że eksport chińskiej sody w pierwszej połowie roku zmniejszył się o ponad 38%, co jest pochodną rosnących cen i pozytywnych tendencji popytowych na tamtejszym rynku. To z kolei pozwoliło na ekspansję sody amerykańskiej na innych azjatyckich rynkach, w szczególności w Indiach (w pierwszych miesiącach roku ANSAC podwoił wolumeny eksportu w tym kierunku) i ograniczenie jej podaży w Europie (spadek o 25%) dodatkowo stymulowane umocnieniem dolara. Ważnym czynnikiem jest również obserwowane odbicie rynku rosyjskiego, gdzie pierwsze miesiące roku przyniosły 20% dynamiki w ujęciu r/r m.in. w związku z uruchomieniem dużej fabryki szkła.

### Globalna produkcja sody i wykorzystanie mocy w USA



Źródło: USGS, szacunki DI BRE

Według branżowych specjalistów konsumpcja sody w najbliższych latach powinna rosnąć w tempie 3-4% rocznie na co oprócz organicznej odbudowy rynku wpływać będą również otwarcia nowych fabryk szkła, które w perspektywie 2013 roku zgłoszą zapotrzebowanie łącznie na 0,6 mln ton tego produktu. Zestawienie tych założeń z planami rozbudowy mocy producentów sody (m.in w Turcji) i możliwymi zamknięciami mniejszych nierentownych fabryk wskazuje, że po osiągnięciu stabilizacji w tym roku, kolejne powinny już przynieść stopniową redukcję nadwyżki podaźowej, co będzie miało pozytywny wpływ na ceny i marże. Z punktu widzenia Ciechu ważne będą również trendy cenowe na rynkach głównych surowców, a więc koksu i energii elektrycznej oraz gazu (wykorzystywany w procesie kalcynacji sody naturalnej jak również w formie amoniaku w zmodyfikowanym procesie Solvaya wykorzystywanym w chińskich fabrykach sody). W polskich fabrykach koncernu na większą skalę wykorzystywany jest bowiem antracyt (tańszy zamiennik koksu), a energia jest produkowana we własnych elektrociepłowniach opalanych tańszym węglem krajowym. W pozytywnym rynkowym scenariuszu wzrosty cen sody napędzane rosnącymi kosztami surowców będą się więc

przekładać na poprawę marż Ciechu. Z kolei w negatywnym scenariuszu można oczekiwać osłabienia złotego względem euro i dolara, co będzie stanowić bufor bezpieczeństwa dla polskiej Spółki (przypominamy, że ten mechanizm nie zadziałał prawidłowo w 2009 roku ze względu na posiadane wówczas przez spółkę ogromne pozycje w opcjach walutowych).

## Aktywa sodowe- czas na poważny przegląd?

Na segment sodowy Grupy Ciech składają się 4 fabryki zlokalizowane w Polsce, Niemczech i w Rumunii, które nie są jednorodne zarówno pod względem organizacji produkcji, jakości instalacji, jak i ich efektywności ekonomicznej. Najbardziej wartościowymi aktywami są dwie polskie fabryki, których moce wytwórcze stanowią ponad 60% potencjału całej Grupy. Wypadają one najlepiej zarówno jeśli chodzi o parametry techniczne, jak i rentowność, co stanowi wypadkową niskich kosztów energetycznych i surowcowych (własne elektrociepłownie opalane węglem, substytucja koksu przez antracyt w procesie produkcji), silnej pozycji na lokalnym rynku oraz konkurencyjnych kosztów pracy. W przypadku fabryki niemieckiej mimo wysokiego zaawansowania technologicznego instalacji i niskiego poziomu zatrudnienia (tylko 0,8 osoby na tonę produktu w relacji do 1,6 osoby w polskich zakładach) efektywność produkcji jest znacznie gorsza ze względu na zewnętrzne koszty usług (znaczna część prac nie związanych bezpośrednio z procesem produkcji jest zlecana firmom zewnętrznym) oraz wysokie koszty energetyczne. Spółka w Strassfurcie kupuje bowiem energię i ciepło technologiczne od elektrociepłowni gazowej na podstawie długoterminowej umowy z formułą cenową nie do końca odzwierciedlającą bieżące zmiany na rynku paliwa (drastyczny spadek cen gazu w niewielkim stopniu wpłynął na obniżenie cen mediów). Ekonomikę produkcji poprawiają jednak przychody ze sprzedaży kawern systematycznie opróżnianych z solanki wykorzystywanej w procesie produkcyjnym Solvaya. Bazując na danych zaprezentowanych przez Spółkę szacujemy, że zdyskontowana wartość przepływów wynikających z umowy kawernowej z RWE wynosi około 82 mln PLN. W tym kontekście mimo, iż obecne ceny rynkowe sody nie zapewniają naszym zdaniem break even niemieckim zakładom, są podstawy do ich dalszego funkcjonowania, gdyż nie są one dużym obciążeniem dla skonsolidowanego wyniku Grupy, a poprzez ekspozycję na ten region Europy mogą w kolejnych latach notować poprawę wolumenów (nominalne moce 600 tys. ton wykorzystywane w 2009 roku tylko w 78%) i korzystać z ewentualnych wyłączeń mniejszych zakładów europejskich.

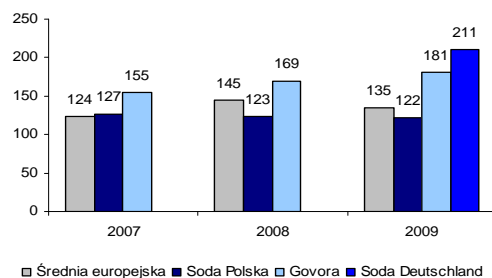
### Szacowane przepływy pieniężne z umowy kawernowej w Soda Deutschland

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody w tys. EUR	700	2 000	500	9 600	300	3 000	12 000	7 900
Przychody w tys. PLN	2 835	8 000	1 900	35 520	1 050	10 500	42 000	27 650
Podatek dochodowy	0	1 672	722	1 476	2 062	1 397	1 663	532
DCF	2 769	5 752	995	26 675	-735	6 120	25 072	15 563
<b>Suma DCF w tys. PLN</b>	<b>82 211</b>							

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Zdecydowanie najgorzej wypada w tym porównaniu rumuński zakład US Govora. Ze względu na starą technologię, koszty surowcowe i energetyczne są tam znacznie wyższe niż w Polsce (również efekt wykorzystywania gazu w procesie technologicznym i zewnętrznych zakupach energii), a dodatkowym obciążeniem jest poziom zatrudnienia (3 razy więcej pracowników niż w niemieckich zakładach przy o połowę mniejszym wolumenie produkcji oraz tylko 2 razy mniejsze zatrudnienie w porównaniu do fabryk polskich przy 4 razy niższej produkcji). Oczywiście wskaźnik zatrudnienia w przeliczeniu na tonę produkcji trzeba rozpatrywać w kontekście udziału outsourcingu, ale jak ilustruje poniższy wykres również pod względem jednostkowych wydatków na materiały i usługi Govora prezentuje się gorzej niż Soda Polska.

### Jednostkowe koszty produkcji sody w EUR/t



Źródło: Ciech, CMAI, szacunki DI BRE

Istotne znaczenie ma również lokalizacja zakładów w regionie charakteryzującym się agresywną konkurencją, szczególnie dostawców tureckich, wymuszającą bazowanie na kontraktach spotowych bardziej wrażliwych na krótkoterminowe tendencje. Oznacza to większą zmienność wyników i problem z zarządzaniem marżą w kontekście raczej długoterminowych umów na dostawy mediów energetycznych. Bolączką fabryki jest także kwestia utrzymania ciągłości ruchu linii wytwórczych, które mimo znaczących inwestycji (łącznie od 2007 roku prawie 118 mln PLN) nadal pozostają zawodne i często nie realizują zakładanych dobowych poziomów produkcji.

### Dane finansowe i operacyjne US Govora

(mln PLN)	2007	2008	2009
Przychody	145,8	182,3	188,5
w tym soda	123,5	163,4	169,9
Wolumen w tys. ton	257	274	213
0,480	0,480	0,596	0,797
Koszty surowców	150,76	161,54	166,63
na tonę sody	0,587	0,590	0,782
Wynik po kosztach surowców i usług*	-5,0	20,7	21,9
Szacunkowe koszty pracy**	61,3	64,8	53,4
EBITDA**	-66,3	-44,0	-31,5
Zysk netto	-71,1	-88,7	-69,6
Capex	35,7	48,0	34,2
Kredyty	60,9	85,3	52,6

\*bez uwzględnienia kosztów pracowniczych i amortyzacji

\*\*szacunki DI BRE z uwagi na brak danych

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

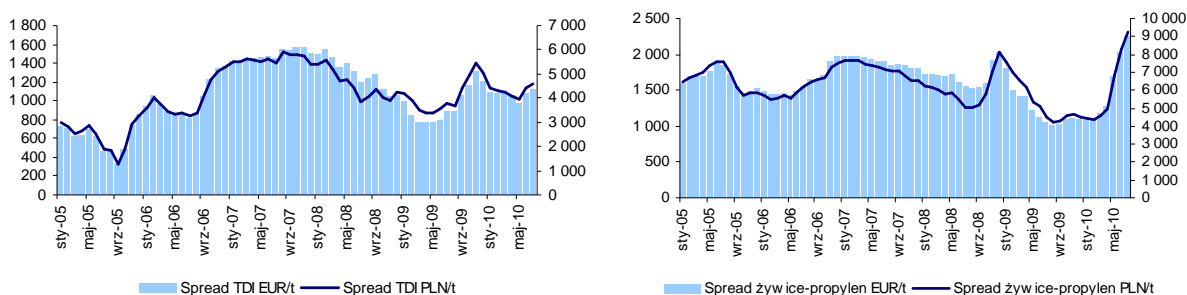
Ciech kupił 92,9% udziałów w rumuńskiej fabryce w 2006 roku za 39,8 mln PLN, aczkolwiek łącznie z pożyczkami i podwyższaniem kapitału polska Spółka zainwestowała ponad 264 mln PLN, co w całości zostało już odpisane na poziomie bilansu. Govora mimo prowadzonej restrukturyzacji i wsparcia ze strony polskiego koncernu systematycznie notuje ujemne wyniki netto nawet w sprzyjającym otoczeniu makro. W tym kontekście naszym zdaniem pojawia się pytanie o sens utrzymywania tego deficytowego zakładu w ramach Grupy Ciech. Dotychczasowe inicjatywy podejmowane przez Zarząd nie przyniosły oczekiwanych rezultatów więc nie jest wykluczony scenariusz likwidacji fabryki w celu ograniczenia dalszych strat na tej inwestycji. Naszym zdaniem umowa finansowa z konsorcjum banków nie powinna stanowić przeszkody dla takiej decyzji, gdyż ważne dla kredytodawców zabezpieczenia i hipoteki są skoncentrowane na polskich aktywach, a długi bankowe Govory wg umowy będą skonsolidowane w jednostce dominującej Grupy. Problemem mogą być zobowiązania wynikające z umowy prywatyzacyjnej, które w takim scenariuszu nakładająby na Ciech karę w wysokości 10% zapłaconej za zakłady ceny. Wielkość tej kwoty (4 mln PLN) nie wydaje się jednak znacząca w kontekście rocznych strat generowanych przez Govorę. Nie znamy jednak szczegółów prawnych tej umowy prywatyzacyjnej i trudno ocenić czy byłby to jedyny koszt zamknięcia tej fabryki (pożyczki i kredyty przynależne do tej spółki obciążają aktualny dług netto Ciechu). Podsumowując jednak, wydaje się że w obecnej trudnej sytuacji na rynku sodowym Zarząd będzie musiał albo przedstawić nowy przekonujący plan odzyskania rentowności w rumuńskich zakładach albo zdecydować o ich zamknięciu. Każde z tych rozwiązań powinno być pozytywne odebrane przez rynek.

## Organika- pozytywne tendencje w żywicach i EPI

W ramach segmentu organicznego obserwujemy w ostatnich miesiącach wyraźną poprawę cen i marż na kluczowych produktach Spółki, co powinno w naszej opinii pozwolić na kontynuację pozytywnych tendencji na wynikach Ciechu w tej dywizji. Na szczególną uwagę zasługuje kategoria żywic i EPI, gdzie marże liczone względem głównego surowca (propylenu) osiągnęły obecnie rekordowe poziomy (w ujęciu złotówkowym są wyższe od średnich 5-letnich o 30-40%). Wzrost cen na tym rynku rozpoczął się na początku tego roku w związku z dużym niedoborem żywic na globalnym rynku spowodowanym odradzeniem się popytu przy jednoczesnym ograniczeniu dostępu do jednego z głównych surowców, czyli bisfenolu (koszt tego związku w jednostkowej cenie żywicy to około 20%). Kryzys doprowadził do zatrzymania linii kilku producentów, a dodatkowo nierównowagę pogłębiła awaria dużej instalacji fenolu należącej do Dow Chemical. Udział żywic i epichlorohydryny w całkowitej sprzedaży segmentu to co prawda tylko 26-28%, ale tak duże rozszerzenie cracków powinno w naszej opinii istotnie przełożyć się na generowany zysk. Utrzymanie tych poziomów w przyszłym roku oznaczałoby zwiększenie przychodów o 70-80 mln PLN r/r i to właśnie ten czynnik odpowiada za zakładaną

przez nas poprawę EBIT w segmencie organicznym. Jeśli chodzi o najważniejszy produkt dywizji, czyli TDI to w tym wypadku również można mówić o wyjściu z kryzysu i odbudowie rentowności. Cracki na tym produkcie oscylują jednak wokół 5-letnich średnich i nie widzimy argumentów za dalszym ich wzrostem, tym bardziej, że popyt chiński (około 27% globalnej konsumpcji) jest w coraz większym stopniu zaspokajany przez lokalne fabryki (w 1H'2010 udział importu spadł do 23% z 31% w 2009 roku). Dodatkowo w przyszłym roku planowane jest uruchomienie nowych mocy właśnie w Chinach (około 300 tys. ton, czyli wzrost o 14%), które mogą wytwarzać dodatkową presję na globalnym rynku mimo pojawiających się prognoz o średniorocznym wzroście popytu na ten produkt na poziomie 7% w perspektywie 2014 roku.

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

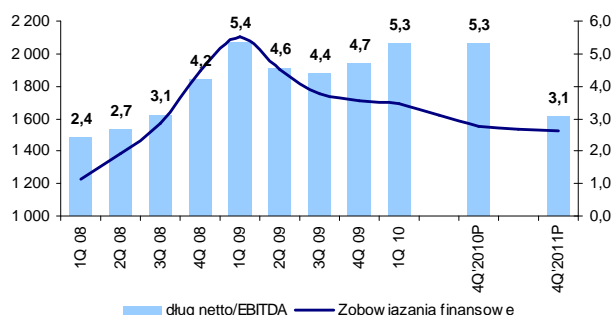


\*spread na TDI w relacji do ważonego kosztu toluenu i kwasu azotowego  
Źródło: Bloomberg, ICIS-LOR, szacunki DI BRE

## Dezinwestycje, a umowa bankami

W pierwszym półroczu 2010 Zarząd Ciech sfinalizował negocjowaną przez ponad rok umowę refinansującą zadłużenie Grupy z konsorcjum 7 banków. W ramach tej umowy kredytodawcy zapewnili utrzymanie swojego zaangażowania kredytowego na dotychczasowym poziomie do końca 2011 roku (łącznie z uruchomioną linią kredytową 1,1 mld PLN), zrefinansowanie zobowiązań Ciechu wobec innych banków (100 mln PLN), a także zapewnienie transzy na spłatę zobowiązań wynikających z transakcji opcyjnych (na dzień umowy negatywna wycena opcji wynosiła 140 mln PLN). Ciech z kolei zobowiązał się do utrzymania kwartalnej amortyzacji tego zadłużenia w wysokości co najmniej 10 mln PLN kwartalnie oraz spłaty kwoty 400 mln PLN do końca marca 2011 roku (środki te muszą być jednak zgromadzone na rachunku Spółki do końca 2010 roku). Zarząd Spółki w celu realizacji tych postanowień, a także w kontekście przygotowania do zapewnienia długoterminowego finansowania Grupy od 2012 roku (wtedy zapadają również obligacje korporacyjne na kwotę 300 mln PLN- pozostała część skonsolidowanego długu w kwocie 252 mln PLN dotyczy niemieckiej spółki sodowej, która ma zapewnione finansowanie od Commerzbanku do września 2014 roku) opracował program restrukturyzacyjny, obejmujący optymalizację operacyjną i dezinwestycje.

### Zadłużenie netto Grupy Ciech w relacji do kroczącej rocznej EBITDA



Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

W ramach wspomnianego planu restrukturyzacji do sprzedaży przeznaczono m.in. następujące aktywa: pakiety akcji PTU i ZA Tarnów (te transakcje już zostały zrealizowane i łączny gotówkowy przepływ wyniósł 159 mln PLN, a dodatkowo pozyskano 9 mln PLN ze sprzedaży akcji Elzabu i Ciech Service), udziały w Gdańskich Fosforach, Alwerni, Vitrosilicon oraz szereg mniejszych spółek zależnych i nieruchomości. Powyższe projekty łącznie z planowaną redukcją zatrudnienia i optymalizacją kosztów w pozostałych obszarach działalności mają według założeń Zarządu przynieść wpływy i oszczędności netto w kwocie

600 mln PLN. Poniżej przedstawiamy listę kluczowych pozycji dezinwestycyjnych i oczekiwane przez nas wartości potencjalnych transakcji i ich wpływ na skonsolidowany dług netto. Z tych kalkulacji wynika, że łącznie ze środkami pozyskanymi ze sprzedaży ZAT i PTU możliwa kwota pochodząca ze sprzedaży tych aktywów to ponad 420 mln PLN. Zwracamy uwagę, że ze względu na istotne zadłużenie niektórych spółek z tej grupy oznacza, że wpływ tych transakcji na skonsolidowany dług netto będzie większy i może sięgnąć ponad 590 mln PLN. Zdajemy sobie jednak sprawę, że proces dezinwestycyjny w dużym stopniu jest wrażliwy na czynniki zewnętrzne i będzie rozłożony w czasie i trudno już dzisiaj zakładać takie wpływy w modelu. Jednocześnie przypominamy, że Spółka procedury sprzedażowe w kilku przypadkach już trwają, chociażby jeśli chodzi o Fosfory Gdańskie czy nieruchomości przy ulicy Powązkowskiej w Warszawie.

**Aktywa Ciechu możliwe do sprzedaży (dane w mln PLN)**

Spółka	kredyty na koniec 2009	kapitały własne	wartość w bilansie Ciech	potencjalna wartość dezinwestycji	wpływ na skonsolidowany dług netto	udział Ciechu
Fosfory Gdańskie	106,2	114,7	20,9	71,8	178,0	89,5%
Vitrosillicon	46,4	66,8	12,3	90,6	137,0	100,0%
Alwernia	15,1	72,9	55,0	44,7	59,8	73,8%
Polfa Ciech	-	9,9	1,9	13,5	13,5	100,0%
Transoda	-	21,0	-	20,9	20,9	99,8%
Transclean	-	7,1	2,2	6,6	6,6	93,7%
Nieruchomość przy Powązkowskiej	-	-	15,8	20,0	20,0	100,0%

Źródło: Ciech, szacunki DI BRE

Ważnym elementem umowy z bankami jest zobowiązanie Ciechu do wcześniejszej spłaty 400 mln PLN do końca marca przyszłego roku. Wypełnienie tego warunku na bazie bieżących przepływów operacyjnych i dotychczas zrealizowanych dezinwestycji nie będzie możliwe i dlatego Zarząd zapowiedział, iż rozważy podwyższenie kapitału lub emisję obligacji zamiennych na akcje. Taka deklaracja w kontekście obecności Skarbu Państwa w akcjonariacie budziła duży niepokój inwestorów o podaż praw poboru przynależnych resortowi uderzającą w obecnych pozostałych akcjonariuszy Ciechu. Poprawiająca się sytuacja w zakresie otoczenia zewnętrznego Spółki w 2H'2010 znacząco jednak ograniczy naszym zdaniem zapotrzebowanie na dodatkowe środki. Pozytywną informacją w tym kontekście jest również podpisany ostatnio list mandatowy z EBOR, który jest zainteresowany finansowaniem Ciechu do kwoty 300 mln PLN, co również stanowiłoby pomysł na spełnienie warunków z umowy z konsorcjum banków (przykładowo EBOR mógłby także objąć prawa poboru od Skarbu Państwa w scenariuszu przeprowadzenia podwyższenia kapitału).

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie wyceny DCF oraz wyceny porównawczej cenę docelową jednej akcji Ciech wyznaczamy na 35,7 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	30,8
Wycena DCF	50%	33,1
	cena wynikowa	32,0
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>34,5</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	2 131	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	26	34	37	35	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Nawozy	181	188	123	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Ceny produktów													
Soda w EUR/t	178	206	220	179	190	200	210	215	217	219	222	224	226
TDI w EUR/t	2 592	2 850	1 960	2 259	2 367	2 622	2 600	2 665	2 732	2 800	2 870	2 942	3 015
EPI w EUR/t	1 705	1 698	1 226	1 673	1 824	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	2 666	2 700	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600	2 600
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	4,00	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	3,08	3,10	2,90	2,80	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70

2. Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec sierpnia 2010.
3. Wycena uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych przeznaczonych do sprzedaży w łącznej kwocie 198 mln PLN, w tym projekt kawernowy po opodatkowaniu (82,2 mln PLN po uwzględnieniu przedstawionych przez Spółkę prognoz przepływów z tego tytułu w perspektywie 2017 roku i wyłączeniu płatności zrealizowanych już w 2009 roku), nieruchomości przy ulicy Powązkowskiej w Warszawie (20 mln PLN), Polfę Ciech (10,5 mln PLN), Transodę (20,8 mln PLN), Transclean (6,6 mln PLN), Alwernię (60,5 mln PLN) oraz spółkę Boruta-Kolor (10,3 mln PLN).
4. Dezinwestycje zrealizowane już w 2010 roku (pakiet 45,3% akcji PTU, akcje ZA Tarnów, Elzabu oraz udziały w Ciech Service) na łączną kwotę netto 168 mln PLN uwzględniamy w przepływach tego roku w pozycji inwestycje kapitałowe.
5. 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”.
6. Wycenę korygujemy o wartość zobowiązań z tytułu opcji, które w tym roku zostały skonwertowane na kredyty.
7. Przy obliczaniu  $FCF_{TV}$  do wartości rezydualnej przyjmujemy dynamikę przychodów oraz marżę EBITDA z roku 2019.
8. Po roku 2019 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Ponadto przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,3%, 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>4 062</b>	<b>4 370</b>	<b>4 391</b>	<b>4 395</b>	<b>4 292</b>	<b>4 334</b>	<b>4 377</b>	<b>4 421</b>	<b>4 466</b>	<b>4 513</b>	<b>4 562</b>
<i>zmiana</i>	10,3%	7,6%	0,5%	0,1%	-2,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>344,9</b>	<b>490,3</b>	<b>490,9</b>	<b>478,5</b>	<b>449,4</b>	<b>465,1</b>	<b>481,2</b>	<b>497,7</b>	<b>511,4</b>	<b>520,8</b>	<b>526,4</b>
<i>marża EBITDA</i>	8,5%	11,2%	11,2%	10,9%	10,5%	10,7%	11,0%	11,3%	11,5%	11,5%	11,5%
Amortyzacja	228,9	240,5	246,9	254,0	247,2	251,6	256,2	262,7	270,6	260,7	250,0
<b>EBIT skor.</b>	<b>116,0</b>	<b>249,8</b>	<b>244,0</b>	<b>224,5</b>	<b>202,2</b>	<b>213,5</b>	<b>225,0</b>	<b>235,0</b>	<b>240,8</b>	<b>260,1</b>	<b>276,4</b>
<i>marża EBIT</i>	2,9%	5,7%	5,6%	5,1%	4,7%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,8%	5,8%
Opodatkowanie EBIT	22,0	47,5	46,4	42,6	38,4	40,6	42,7	44,7	45,8	49,4	52,5
<b>NOPLAT</b>	<b>94,0</b>	<b>202,4</b>	<b>197,6</b>	<b>181,8</b>	<b>163,8</b>	<b>173,0</b>	<b>182,2</b>	<b>190,4</b>	<b>195,1</b>	<b>210,7</b>	<b>223,9</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	-20,1	-16,4	-1,1	-0,2	5,5	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5
Inwestycje kapitałowe	168,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>232,7</b>	<b>107,5</b>	<b>157,4</b>	<b>173,6</b>	<b>162,5</b>	<b>172,3</b>	<b>186,2</b>	<b>200,7</b>	<b>213,3</b>	<b>218,8</b>	<b>221,3</b>
WACC	7,3%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	9,7%
<i>współczynnik dyskonta</i>	97,7%	90,9%	84,5%	78,4%	72,6%	67,2%	62,2%	57,4%	52,9%	48,7%	48,7%
PV FCF	227,3	97,7	133,0	136,0	118,0	115,8	115,7	115,2	112,8	106,5	
<b>WACC</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,7%</b>
Koszt długu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	61,8%	59,1%	56,3%	53,4%	51,5%	49,2%	46,7%	44,3%	41,4%	38,1%	20,0%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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)				2 546,9	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				1 240,1		<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	1 278,2	WACC +1,0pp	26,9	30,9	35,8	42,0	50,1				
Wartość firmy (EV)	2 518,3	WACC +0,5pp	28,8	33,2	38,7	45,8	55,1				
Dług netto	1 641,1	WACC	30,9	<b>35,8</b>	42,0	50,1	61,0				
Udziałowcy mniejszościowi	37,2	WACC -0,5pp	33,2	38,7	45,8	55,1	68,1				
Wartość aktywów nieoperacyjnych	198,2	WACC -01,0pp	35,8	42,0	50,1	61,0	76,6				
Wartość opcji skonwertowanych na dług	110,0										
Wartość firmy	928,2										
Liczba akcji (mln)	28,0										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>33,1</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>35,8</b>										
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	5,9										
P/E('10) dla ceny docelowej	11,4										
Udział TV w EV	49%										

## Wycena porównawcza

Wycenę mnożnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2010-2012 (z uwagi na uwzględnienie płatności z kawern w dług netto, przy obliczaniu wskaźników wyłączamy księgowo przychody z tego tytułu z zysku netto i EBITDA- podobnie postępujemy w przypadku wyniku na transakcji sprzedaży PTU). Do grupy porównawczej wybraliśmy europejskie spółki chemiczne, działające w obszarach aktywności produkcyjnej GK Ciech. Wśród poniższej listy podmiotów można wyodrębnić zarówno międzynarodowe w pełni zdywersyfikowane holdingi chemiczne, dla których te obszary stanowią tylko niewielką część biznesu, jak również spółki specjalizujące się tylko w wybranych dziedzinach. Podmioty mające w swoich strukturach znaczące segmenty sodowe to Solvay, Dow Chemical, Tata Chemicals, Soda Sanayii, Sisecam, Tessenderlo i Wacker Chemie. Pozostałe spółki mają w swoim 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	43,42	18,7	12,5	11,3	10,0	6,9	6,1	5,6	5,3
BASF	43,53	21,4	9,9	9,2	8,3	7,4	5,2	4,9	4,6
Croda International	12,62	25,2	14,5	13,3	12,2	13,4	9,2	8,6	8,0
Dow Chemical	25,16	53,9	14,5	10,4	7,7	9,6	7,3	6,4	5,5
FMC	60,72	14,7	12,5	11,2	9,4	8,2	7,2	6,6	n/a
Sisecam	1,91	16,7	9,0	7,6	7,3	6,0	4,9	4,2	3,9
Solvay	71,47	12,7	22,4	20,3	17,2	6,5	8,1	7,8	7,2
Soda Sanayii	1,62	6,8	6,8	5,6	4,7	5,7	6,0	5,2	4,6
Tata Chemicals	378,95	12,5	14,4	12,3	10,1	6,8	7,9	7,2	6,8
Tessenderlo Chemie	22,05	-10,8	30,9	11,9	8,7	15,7	6,4	5,1	4,2
Wacker Chemie	125,40	39,2	14,4	12,5	10,9	11,0	6,1	5,5	5,0
Maksimum		53,9	30,9	20,3	17,2	15,7	9,2	8,6	8,0
Minimum		-10,8	6,8	5,6	4,7	5,7	4,9	4,2	3,9
<b>Mediana</b>		<b>16,7</b>	<b>14,4</b>	<b>11,3</b>	<b>9,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
Ciech	28,27	-9,2	67,1	8,6	10,3	6,1	6,4	4,5	4,5
(premia / dyskonto)		-	365,6%	-23,4%	9,3%	-17,9%	0,2%	-20,1%	-12,5%
<b>Implikowana wycena</b>									
Mediana		16,7	14,4	11,3	9,4	7,4	6,4	5,6	5,2
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>30,8</b>							

EV/EBITDA w oparciu o dług netto na koniec 2009

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

Wyniki Ciech-u oczyszczone o wpływ rozwiązania rezerw i zysków ze sprzedaży kawern oraz innych aktywów



## 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>3 684,2</b>	<b>4 062,5</b>	<b>4 370,4</b>	<b>4 391,4</b>
<i>zmiana</i>	-1,6%	57,1%	10,9%	-2,7%	10,3%	7,6%	0,5%
EBIT wg. segmentów							
Segment sodowy	n/a	126,1	114,4	204,4	128,9	163,9	165,6
Segment organiczny	n/a	167,5	-4,0	-33,2	69,0	119,2	97,6
Segment agrochemiczny	n/a	65,8	97,0	-31,9	39,5	36,1	44,4
Segment krzemianowy	n/a	9,5	16,1	9,3	12,9	13,8	14,7
Nieprzypisane koszty	n/a	-326,0	23,2	-13,6	-84,4	-74,4	-74,4
<b>EBIT</b>	<b>192,0</b>	<b>43,0</b>	<b>246,7</b>	<b>135,0</b>	<b>165,9</b>	<b>258,6</b>	<b>247,8</b>
<i>zmiana</i>	33,7%	-77,6%	473,9%	-45,3%	22,9%	55,9%	-4,2%
<i>marża EBIT</i>	8,8%	1,3%	6,5%	3,7%	4,1%	5,9%	5,6%
Wynik na działalności finansowej	3,5	-30,0	-250,7	-219,2	-57,6	-144,8	-152,2
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>-88,0</b>	<b>108,3</b>	<b>113,8</b>	<b>95,6</b>
Podatek dochodowy	28,2	48,1	24,3	4,4	20,6	21,6	18,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	1,7	10,4	-6,9	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>195,7</b>	<b>-31,7</b>	<b>-41,9</b>	<b>-85,5</b>	<b>87,7</b>	<b>92,2</b>	<b>77,4</b>
<i>zmiana</i>	75,4%	-116,2%	32,2%	103,9%	-202,5%	5,1%	-16,0%
<i>marża</i>	9,0%	-0,9%	-1,1%	-2,3%	2,2%	2,1%	1,8%
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	230,1	228,9	240,5	246,9
<b>EBITDA</b>	<b>287,8</b>	<b>222,3</b>	<b>449,9</b>	<b>365,1</b>	<b>394,7</b>	<b>499,1</b>	<b>494,7</b>
<i>zmiana</i>	22,1%	-22,8%	102,4%	-18,9%	-5,5%	42,2%	0,1%
<i>marża EBITDA</i>	13,2%	6,5%	11,9%	9,9%	9,7%	11,4%	11,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
EPS	7,0	-1,1	-1,5	-3,1	3,1	3,3	2,8
CEPS	10,4	5,3	5,8	5,2	11,3	11,9	11,6
ROAE	18,6%	-2,9%	-4,4%	-10,2%	10,1%	9,6%	7,4%
ROAA	8,7%	-0,9%	-1,0%	-2,0%	2,2%	2,2%	1,8%

\*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>4 024,1</b>	<b>4 075,4</b>	<b>4 222,0</b>	<b>4 245,2</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 755,3</b>	<b>2 401,8</b>	<b>2 766,3</b>	<b>2 758,1</b>	<b>2 681,3</b>	<b>2 723,8</b>	<b>2 739,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 518,4	2 004,8	2 350,8	2 409,4	2 409,0	2 449,0	2 464,7
Wartości niematerialne i prawne	97,7	202,6	192,9	164,9	165,4	167,8	168,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	23,6	23,6	23,6	23,6
Pozostałe aktywa trwałe	139,2	194,4	222,6	160,3	83,4	83,4	83,4
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>1 104,1</b>	<b>1 564,5</b>	<b>1 580,3</b>	<b>1 266,1</b>	<b>1 394,1</b>	<b>1 498,3</b>	<b>1 505,4</b>
Zapasy	245,8	284,4	437,1	314,2	346,5	372,8	374,5
Należności krótkoterminowe	699,3	969,8	930,7	801,0	883,2	950,2	954,7
Rozliczenia międzyokresowe	13,3	185,9	100,4	19,2	19,2	19,2	19,2
Kredyt w rachunku bieżącym	14,3	28,9	66,3	78,6	78,6	78,6	78,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	131,3	95,6	45,8	53,0	66,5	77,5	78,3

(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>4 024,1</b>	<b>4 075,4</b>	<b>4 222,0</b>	<b>4 245,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 137,3</b>	<b>1 067,5</b>	<b>849,4</b>	<b>823,0</b>	<b>910,6</b>	<b>1 002,8</b>	<b>1 080,3</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	711,2	798,9	891,1	968,5
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>496,4</b>	<b>1 070,3</b>	<b>879,3</b>	<b>999,3</b>	<b>1 161,6</b>	<b>1 144,5</b>	<b>1 106,7</b>
Pożyczki i kredyty	316,9	756,0	388,9	665,9	988,0	979,7	945,7
Pozostałe	179,6	314,3	490,4	333,4	173,6	164,8	161,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 175,5</b>	<b>1 783,6</b>	<b>2 568,5</b>	<b>2 164,7</b>	<b>1 965,9</b>	<b>2 037,5</b>	<b>2 021,1</b>
Pożyczki i kredyty	316,8	480,6	1 264,9	921,2	628,1	622,8	601,2
Zobowiązania handlowe	542,7	851,5	881,1	919,2	1 013,6	1 090,4	1 095,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	301,7	422,6	356,2	245,6	245,6	245,6	245,6
Dług	633,7	1 236,6	1 653,8	1 587,1	1 616,1	1 602,6	1 546,9
Dług netto	502,4	1 141,0	1 608,0	1 534,1	1 549,6	1 525,1	1 468,6
(Dług netto / Kapitał własny)	44,2%	106,9%	189,3%	186,4%	170,2%	152,1%	135,9%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	5,1	3,6	4,2	3,9	3,1	3,0
<b>BVPS</b>	<b>40,6</b>	<b>38,1</b>	<b>30,3</b>	<b>29,4</b>	<b>32,5</b>	<b>35,8</b>	<b>38,6</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>393,6</b>	<b>308,3</b>	<b>454,0</b>	<b>474,5</b>
Zysk netto	195,7	-31,7	-41,9	-85,5	87,7	92,2	77,4
Amortyzacja	95,9	179,3	203,3	230,1	228,9	240,5	246,9
Kapitał obrotowy	-55,3	-121,4	-156,7	165,2	-20,1	-16,4	-1,1
Pozostałe	-62,8	212,8	136,7	45,9	11,9	137,6	151,3
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-483,5</b>	<b>-575,8</b>	<b>-426,2</b>	<b>-318,4</b>	<b>-50,1</b>	<b>-283,0</b>	<b>-263,0</b>
CAPEX	-160,6	-244,6	-456,8	-252,2	-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	187,9	36,0	23,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>346,0</b>	<b>296,7</b>	<b>337,6</b>	<b>-64,2</b>	<b>-244,7</b>	<b>-160,0</b>	<b>-210,8</b>
Emisja akcji	0,0	15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	367,5	342,4	406,8	-46,9	-81,0	-13,5	-55,7
Dywidenda (buy-back)	-23,2	-58,5	-58,0	-6,3	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,8	-2,7	-11,3	-11,0	-163,7	-146,4	-155,1
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>39,0</b>	<b>-35,9</b>	<b>-55,7</b>	<b>11,1</b>	<b>13,5</b>	<b>11,0</b>	<b>0,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	131,3	95,6	45,8	53,0	66,5	77,5	78,3
DPS (PLN)	0,80	2,10	2,07	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-256,7	-564,4	-288,1	218,4	254,1	169,3	208,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	7,4%	7,2%	12,1%	6,8%	5,9%	7,3%	6,5%

## Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	4,0	-25,0	-18,9	-9,3	9,0	8,6	10,2
P/CE	2,7	5,4	4,9	5,5	2,5	2,4	2,4
P/BV	0,7	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
P/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
FCF/EV	-19,8%	-29,2%	-12,0%	9,4%	10,9%	7,3%	9,2%
EV/EBITDA	4,5	8,7	5,3	6,4	5,9	4,6	4,6
EV/EBIT	6,7	45,0	9,7	17,2	14,1	9,0	9,1
EV/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
DYield	2,8%	7,4%	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>28,27</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
MC (mln PLN)	791,6	791,6	791,6	791,6	791,6	791,6	791,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	50,0	44,9	49,4	37,2	37,2	37,2	37,2
EV (mln PLN)	1 293,9	1 932,5	2 399,5	2 325,7	2 341,2	2 316,6	2 260,2



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:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

#### 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)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@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	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-12-03	2010-03-17	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	37,49	33,40	27,00
WIG w dniu rekomendacji	40141,79	41653,11	40931,54