



Biuro maklerskie

mBank.pl

piątek, 29 maja 2020 | aktualizacja raportu

Grupa Ciech: trzymaj (obniżona)

CIE PW; CIE.WA | Chemia, Polska

Pierwsze oznaki spowolnienia w sodzie

Gorsze od oczekiwań wyniki 1Q'20 oraz bardziej pesymistyczny outlook Zarządu w zakresie perspektyw sprzedaży sody i soli w kolejnych kwartałach, skłaniają nas do zweryfikowania założeń prognoz segmentu sody w 2020 i 2021 roku. Na konferencji po wynikach za 1Q'20 Zarząd przyznał, że w segmencie sody zauważalne są pierwsze symptomy spadku popytu ze strony klientów Automotive i branży budowlanej. Spółka w przypadku braku odbioru zakontraktowanych wolumenów sody będzie zmuszona do poszukiwania klientów na rynku spotowym. Obniżamy nasze prognozy wolumenu sprzedaży sody w 2020 i 2021 roku o 4% oraz wynik EBITDA segmentu o 12% w 2020 roku i 4% w 2021 roku. Naszym zdaniem wyniki finansowe Spółki znajdą się również pod presją w 2Q'20 z uwagi na negatywny wpływ COVID-19 na sprzedaż segmentów organicznego i krzemianowego. Według naszych prognoz zadłużenie netto do EBITDA na koniec 2020 roku wzrośnie do 2,8x, co nie pozwoli na rozpoczęcie, w perspektywie nadchodzących miesięcy, programu skupu akcji własnych. Obniżamy naszą cenę docelową do 38,94 PLN/akcja (45,14 PLN/akcja) oraz rekomendację z kupuj do trzymaj.

Wyniki 1Q'20 poniżej oczekiwań

Wyniki Grupy Ciech w 1Q'20 były o 11% niższe niż zakładał rynek na poziomie EBITDA i poniżej 17% na poziomie wyniku netto. Główne negatywnie zaskoczenie dotyczyło segmentu sody, który mimo pozytywnego wpływu taniejących surowców (węgiel koksowy, gaz ziemny) zanotował wzrost jednostkowych kosztów produkcji. Przy przyspieszających wydatkach inwestycyjnych (163 mln PLN w 1Q'20), dług netto wzrósł na przestrzeni kwartału o 184 mln PLN do 1,7 mld PLN (2,6xEBITDA). W obawie przed spowolnieniem gospodarczym wywołanym przez epidemię COVID-19 Zarząd zdecydował się wykorzystać dodatkowe linie kredytowe zwiększając poziom gotówki o 577 mln PLN.

Outlook na sprzedaż poszczególnych segmentów

Spółka odnotowuje dobry popyt w ramach środków ochrony roślin, żywic i opakowań szklanych. Pewne sygnały spowolnienia w budownictwie i motoryzacji są zauważalne w popycie na sodę i sól. Następuje wyraźny spadek zamówień na pianki (przemysł meblarski) oraz drastyczny na krzemiany (papiernie, Automotive). Grupa nie odnotowuje problemów związanych z produkcją, logistyką i pracownikami.

Na konferencji za 1Q'20 Zarząd poinformował, że oczekuje opóźnionego efektu spadających cen surowców na wyniki przez politykę zabezpieczeń.

Spadek produkcji szkła płaskiego w Polsce

Produkcja szkła płaskiego w Polsce w IV'20 spadła o 15% r/r, po około 16% r/r wzroście w 1Q'20 i 39% r/r wzroście w 2019 roku. Przy publikacji danych produkcyjnych domniemaliśmy, że spadki produkcji szkła płaskiego, to prawdopodobnie efekt niższej produkcji szkła dla motoryzacji. Wczoraj z kolei Zarząd potwierdził, że słabszy popyt dotyczy również klientów z branży budowlanej (obie grupy odpowiadają za około 17% popytu na sodę Grupy Ciech). W przypadku produkcji soli warzonej w Polsce w IV'20, ta spadła o 13% r/r po wyraźnym wzroście w III'20 (+39% r/r). Produkcja soli warzonej podlega dużym wahaniom w poszczególnych miesiącach, ale nie wykluczone, że słabsze dane będą mieć wpływ na wyniki 2Q'20.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	3 672,7	3 548,9	3 170,7	3 493,3	3 633,5
EBITDA	654,4	578,0	599,9	715,7	727,0
marża EBITDA	17,8%	16,3%	18,9%	20,5%	20,0%
EBIT	379,2	267,5	274,8	339,6	358,6
Zysk netto	183,0	117,7	157,8	216,7	235,1
P/E	11,3	17,6	13,1	9,5	8,8
P/CE	4,5	4,8	4,3	3,5	3,4
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,4	6,2	6,3	5,0	4,7
DPS	7,50	0,00	0,00	0,90	2,06
DYield	19,1%	0,0%	0,0%	2,3%	5,2%

Cena bieżąca	39,25 PLN
Cena docelowa	38,94 PLN
Kapitalizacja	2,1 mld PLN
Free float	1,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,2 mln PLN

Akcjonariat

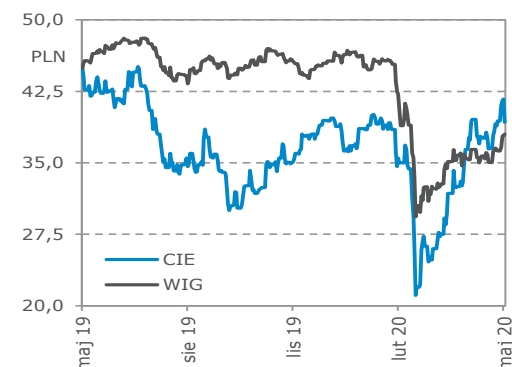
KI Chemisty s.à.r.l.	51,14%
OFE NN	6,66%
OFE Aviva	5,17%

Pozostali	37,03%
-----------	--------

Profil spółki

Grupa Ciech jest największym w kraju producentem sody kalcynowanej (drugim w Europie) oraz sody oczyszczonej. Spółka produkuje również sól, żywice poliestrowe i epoksydowe, środki ochrony roślin, produkty szklane oraz inne chemikalia. Oferowane produkty mają zastosowanie w przemyśle szklarskim, spożywczym, meblowym, do produkcji detergentów, w rolnictwie oraz budownictwie. Produkcja sody we wszystkich posiadanych zakładach jest uzyskiwana poprzez zastosowanie metody Solvay'a. Grupa posiada zakłady w Polsce, Niemczech i Rumunii.

Kurs akcji CIE na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Ciech	38,94	45,14	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Ciech	39,25	38,94	-0,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA skor.	-11,5%	-3,3%	-2,5%
Zysk netto skor.	-30,0%	-8,1%	-5,8%
Soda Ciech (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Soda vol (tys. ton)	-4,1%	-3,9%	0,0%
Węgiel energ. (PLN/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Węgiel koksowy (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny (PLN/m3)	0,0%	0,0%	0,0%

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZĘDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 maja 2020 o godzinie 08:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 maja 2020 o godzinie 08:35.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Ciech

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-04-14	2020-02-13	2019-12-05	2019-09-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	45,14	47,46	44,41	42,03	41,72	55,00	68,11
kurs z dnia rekomendacji	31,80	39,40	36,40	34,00	41,60	42,65	44,85

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl