



Dom Maklerski BDM S.A.

CIECH

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji spółki stracił ponad 20%. Tymczasem, mimo dużego spadku wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej, wyniki za 2Q'20 pozytywnie zaskoczyły, a trend ten powinien być kontynuowany w 2H'20 i w przyszłym roku. Zwracamy uwagę, iż rynek dość konserwatywnie podchodzi do kontraktacji cen sody na 2021 rok (oczek. -4% r/r) czy przyszłych kosztów emisji CO₂, gdzie darmowa alokacja w ETS IV powinna być większa niż zakładane 30% emisji. Tym samym podnosimy nasze zalecenie dla Ciechu z redukcji do KUPUJ z ceną docelową 33,2 PLN/akcję.

Podniesiony outlook na ceny sody... Wskazujemy na wyraźne odbicie cen sody kalcynowanej w Chinach z poziomu ok. 160 USD/t do 230/240 USD/t w październiku 2020, co jest efektem poprawiającego się popytu i zaburzeń podaży. To ważny sygnał w trakcie negocjacji kontraktów na 2021 rok. Tymczasem rynek zakłada spadek cen o ok. 4% r/r, a prognozy te nie uległy większej zmianie od wiosny, czyli od momentu zaburzeń popytu wywołanych przez pandemię wirusa SARS-CoV-2.

Dobre wyniki i konferencja po 2Q'20... Wyniki za 2Q'20 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu odpowiednio o ok. 7% i 10% na poziomie znormalizowanej EBITDA (-21% r/r) mimo większego spadku wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej (-14% r/r LFL vs -6% r/r oczek.), wydzielenia Ciech Żywiec do działalności zaniechanej czy wysokich kosztów utrzymania Górnicy gł. o charakterze jednorazowym (aż -19 mln PLN).

Poprawa wyników w 2H'20 i 2021 roku... Okres 3Q'20 powinien przynieść już porównywalne wyniki r/r. Erozja wolumenów będzie mniejsza, a wyniki zostaną wsparte rozliczeniem rekompensaty URE dla przedsiębiorstw energochłonnych czy dobrym rezultatem PUR. W końcówce 2020 roku liczymy z kolei na mocny wynik w ŚOR, przez co 4Q'20 powinien być najlepszy w roku.

W 2021 roku niższe ceny sody powinny zostać zrekomensowane wolumenem sprzedaży, który zakładamy, że wróci do stanu sprzed pandemii, a wyniki dalej będzie wspierać opóźniony efekt tanich surowców (hedging), przy niższych kosztach utrzymania zakładu w Górnicy, czy poprawa w ŚOR. Pierwszych efektów powinien również dostarczyć projekt solny (docelowe w 2023 roku).

Darmowe CO₂ i ETS IV... Największym zaskoczeniem po 2Q'20 była jednak informacja o przyznaniu Górnicy aż 0,4 mln uprawnień do emisji CO₂, które spółka zapewne sprzeda w 2Q'21 generując na tym ok. 45 mln PLN wyniku.

Podkreślamy, iż rynek dość konserwatywnie podchodzi do darmowej alokacji praw do emisji CO₂ po 2020 roku, która powinna być znana na przełomie 2020/2021. Zwracamy uwagę, że każde 10% więcej przydziału to ok. 30 mln PLN mniej kosztów w skali roku i wpływ na wycenę w wysokości aż +3,5 PLN/akcję (ok. 10% naszej wyceny).

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	3 579,4	3 672,7	3 548,9	3 027,3	3 168,8	3 387,5
EBITDA [mln PLN]	832,7	654,3	578,0	574,8	635,0	667,0
EBITDA skoryg. [mln PLN]	808,1	633,5	663,3	575,8	573,1	667,0
EBIT [mln PLN]	588,8	379,2	267,5	249,5	261,7	265,1
Wynik netto [mln PLN]	393,4	112,0	117,7	107,8	163,5	142,3
P/BV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	3,6	12,6	12,0	13,1	8,6	9,9
EV/EBITDA	2,7	4,4	5,0	5,5	5,0	4,5
EV/EBIT	3,9	7,6	10,8	12,6	12,1	11,2
DPS	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	28,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 33,2 PLN

12 PAŹDZIERNIK 2020, 07:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	34,7
Wycena porównawcza [PLN]	27,1
Wycena końcowa [PLN]	33,2
Potencjał do wzrostu / spadku	24,0%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	26,75
Kapitalizacja [mln PLN]	1 409,7
Ilość akcji [mln. szt.]	52,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	41,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-21,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-26,7%
Struktura akcjonariatu:	
Kulczyk Investments	51,1%
NN OFE	6,7%
Aviva OFE	5,9%
Pozostali	36,3%

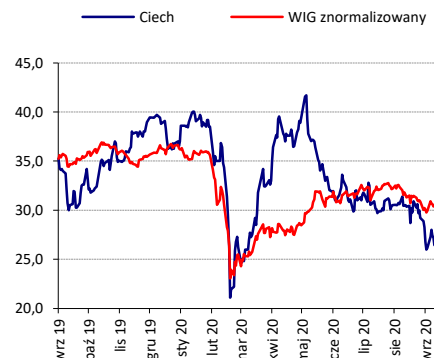
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501-238-443

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYRAŻNE ODBICIE CEN SPOTOWYCH SODY W CHINACH	3
PODNIESIONY OUTLOOK NA CENY SODY W 2021 ROKU	3
POZYTYWNE ZASKOCZENIE W 2Q'20 I LEPSZE PERSPEKTYWY 2H'20/2021	4
BLISKOŚĆ PRZYDZIAŁU DARMOWYCH UPRAWNIEŃ DO EMISJI CO ₂ W ETSIV I DODATKOWE 0,4 MLN TON DLA CSR.....	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 2Q'20 I PERSPEKTYWY PO KONFERENCJI	12
KONFERENCJA PO 2Q'20 (09.09.2020).....	13
WPŁYW COVID-19	13
PROGNOZA NA 3Q'20 I PERSPEKTYWY 2020/2021	14
PROGNOZA NA 3Q'20	14
OCZEKIWANIA NA 4Q'20.....	14
PERSPEKTYWY 2021 ROKU	14
CAPEX	15
CAPEX 2015-2019.....	15
CAPEX 2020-2021.....	15
EUROPEJSKI ZIELONY ŁAD (ETS IV, ENERGOCHŁONNI, CBAM)	17
ETS IV	17
WSPARCIE DLA PRZEMYSŁU ENERGOCHŁONNEGO PO NOWYCH WYTYCZNYCH KE Z WRZEŚNIA 2020	17
PODATEK GRANICZNY (CBAM)	17
STRATEGIA.....	18
STRATEGIA 2014-2019	18
STRATEGIA 2019-2021	19
PROGRAM MOTYWACYJNY	20
SKUP AKCJI WŁASNYCH	21
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2020-2022	22
ZAŁOŻENIA NA LATA 2020-2029	23
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Ciech opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2020-2029 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 34,7 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży chemicznej, oparta na prognozach wyników na lata 2020 – 2022 dała wartość 1 akcji na poziomie 27,1 PLN (w tym 3,1 PLN/akcje potencjalnych zobowiązań podatkowych). Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (bez zmian). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 33,2 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	34,7
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	27,1

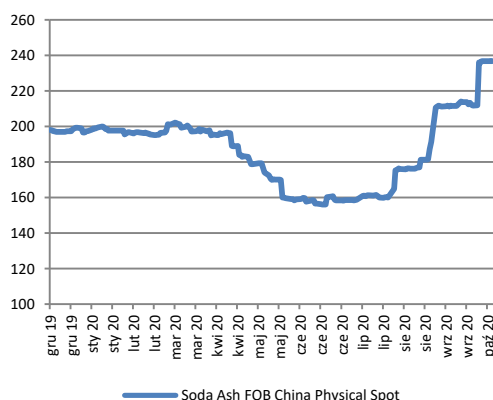
Wycena spółki [PLN] **33,2**

Źródło: BDM S.A.

Wyraźne odbicie cen spotowych sody w Chinach

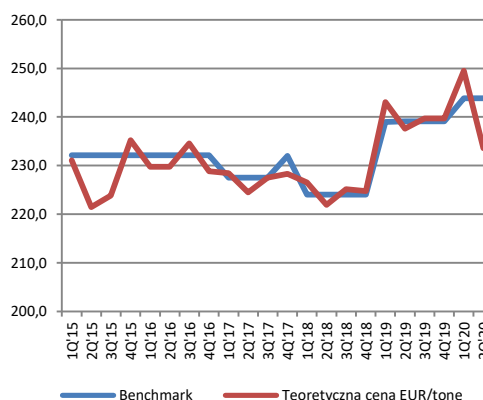
Wskazujemy na wyraźne odbicie cen sody kalcynowanej w Chinach z poziomu ok. 160 USD/t do 230/240 USD/t w październiku 2020, co jest efektem poprawiającego się popytu i zaburzeń podaży. To ważny sygnał w trakcie negocjacji kontraktów na 2021 rok.

Ceny spotowe sody kalcynowanej w Chinach [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny sody zrealizowane* vs benchmark [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka, IHS. *- przychody segmentu sodowego/estymowany wolumen

Podniesiony outlook na ceny sody w 2021 roku

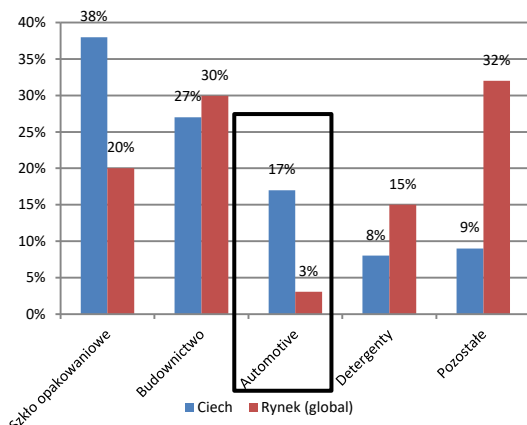
Wg zarządu po konferencji 2Q'20 (09.09.2020) popyt na sodę kalcynowaną się poprawia, a odbicie po bardzo słabym 2Q'20, kiedy spółka zrealizowała 14% r/r mniejsze wolumeny (LFL czyli bez uwzględniania Govory) i ceny, ma charakter „U”.

W 2H'20 konserwatywnie przyjmujemy niższe wolumeny sprzedaży r/r (-2/-3% r/r). Powrotu do sprzedaży sprzed pandemii oczekujemy w 2021 roku.

Obecnie jesteśmy w okresie kontraktacji cen na 2021 rok. Konsensus zakłada spadek rzędu 4% r/r i podobnie przyjmujemy w swoich założeniach. Niemniej zarząd na ostatniej konferencji (09.09.2020) i w wywiadach prasowych sugerował regionalne spojrzenie na rynek i relatywnie lepsze cenniki niż benchmark.

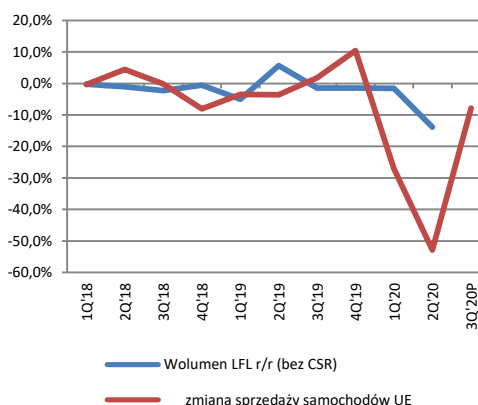
Na najbliższe lata czołowi producenci sody kalcynowanej planujący rozbudowę zdolności produkcyjnych gł. na złożach trony w USA zapowiadali ograniczenie nakładów i przesunięcie inwestycji (m.in. Solvay, Genesis Energy w Granger- opóźnienie o rok, Ciner w Green River), co może zacieśnić rynek w 2022-2023 roku.

Rynki docelowe sody kalcynowanej Ciech vs rynek [%]



Źródło: BDM S.A., Ciech, Soda Sanayii

Wolumeny sprzedaży sody Ciech vs sprzedaż aut [r/r]

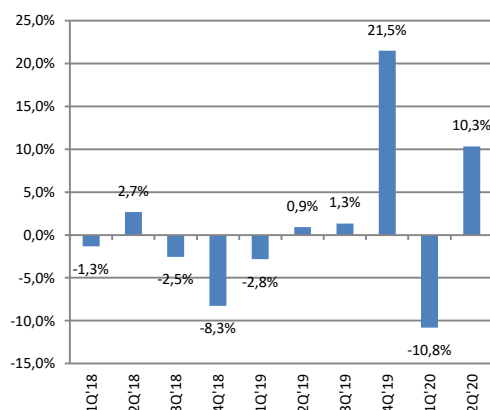


Źródło: BDM S.A., ACEA

Pozytywne zaskoczenie w 2Q'20 i lepsze perspektywy 2H'20/2021

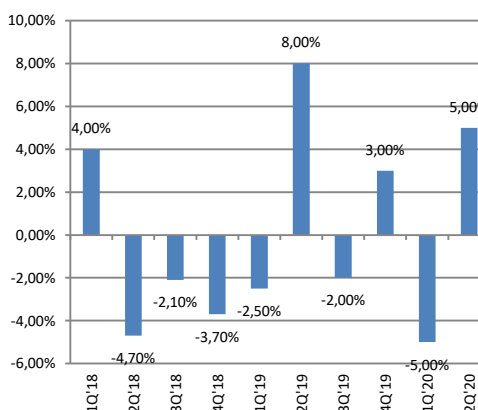
Wyniki za 2Q'20 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu odpowiednio o ok. 7% i 10% na poziomie znormalizowanej EBITDA mimo większego spadku wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej (-14% r/r LFL vs -6% r/r oczek.), wydzielania Ciech Żywiec do działalności zaniechanej czy wysokich kosztów utrzymania Govory gł. o charakterze jednorazowym (aż 19 mln PLN). Spółka pochwaliła się bardzo mocnym CFO na poziomie 303 mln PLN vs 129 mln PLN przed rokiem wynikającym z „optymalizacji kapitału pracującego” (spadek należności aż o 154 mln PLN gł. z faktoringu). Największym zaskoczeniem była jednak informacja o przyznaniu Govorze aż 403 tys. uprawnień do emisji CO₂, które spółka prawdopodobnie sprzeda w 2Q'21 generując na tym ok. 45 mln PLN wyniku.

Odchylenie znormalizowanej EBITDA od konsensusu [%]



Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

Reakcja rynku po wynikach kwartalnych [%]

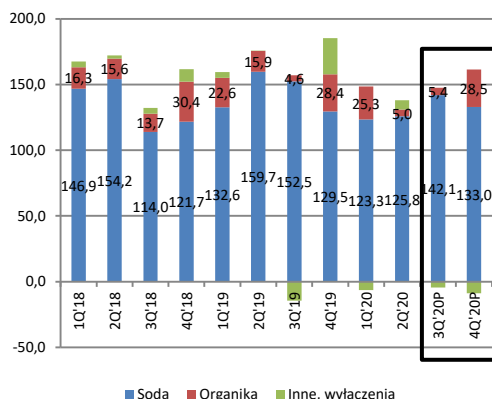


Źródło: BDM S.A.

Po spadku znormalizowanej EBITDA o 16% r/r w 1H'20 (-21% r/r w 2Q'20) okres 3Q'20 powinien przynieść już porównywalne wyniki r/r. Erozja wolumenów będzie mniejsza, a wyniki zostaną wsparte rozliczeniem rekompensaty URE dla przedsiębiorstw energochłonnych (+10,6 mln PLN). Dodatkowo powinniśmy widzieć tylko standardowe koszty utrzymania Govory (ok. 4,5 mln PLN) przy wciąż sprzyjającym efekcie surowcowym. W Organice liczymy na dobry wynik w PUR. Trend poprawy wyników powinien być również kontynuowany w 4Q'20, który powinien być najlepszym kwartałem w roku przez wysoki sezon w ŚOR.

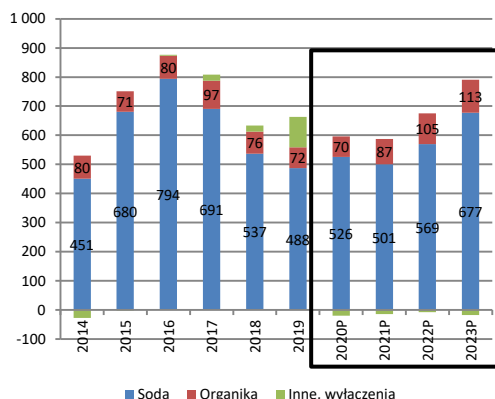
W 2021 roku niższe ceny sody powinny zostać zrekompensowane wolumenem sprzedaży, który zakładamy, że wróci do stanu sprzed pandemii, a wyniki dalej będzie wspierać opóźniony efekt tanich surowców (hedging) przy niższych kosztach utrzymania zakładu w Govorze czy poprawa w ŚOR. Ponadto wyniki zostaną wsparte przez jednorazową sprzedaż ok. 403 tys. ton certyfikatów CO₂ przyznanych Govorze (ok. 45 mln PLN). Po stronie kosztów CO₂ przyjmujemy najgorszy możliwy scenariusz (tylko 30% bezpłatnych praw), choć spółki chemiczne sugerowały, że alokacja może być większa.

Dekompozycja znormalizowanej EBITDA 1Q'18-4Q'20P*



Źródło: BDM S.A., spółka. *- dane w MPLN

Dekompozycja znormalizowanej EBITDA 2014-2023P*

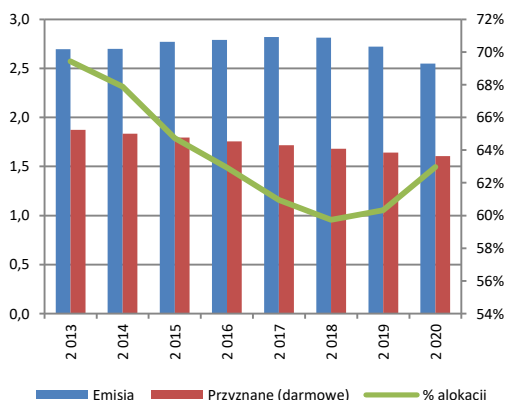


Źródło: BDM S.A., spółka. *- dane w MPLN

Bliskość przydziału darmowych uprawnień do emisji CO2 w ETSIV i dodatkowe 0,4 mln ton dla CSR

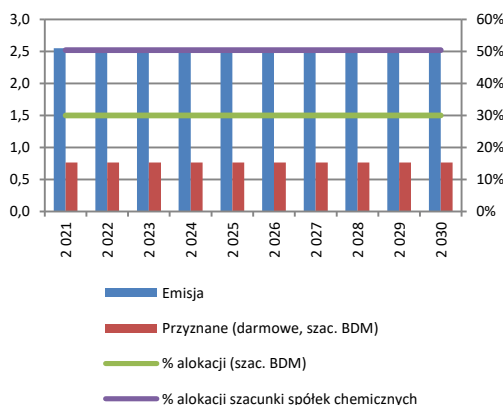
Na przełomie 2020/2021 powinien być już znany przydział darmowych praw do emisji CO2 na lata 2021-2030 (ETS IV). Przyjmujemy, że instalacje chemiczne dostaną tylko 30% bezpłatnych uprawnień wobec ok. 60% obecnie, co jest zgodne z konsensusem rynkowym. Niemniej sektory zagrożone ucieczką emisji (tzw. carbon leakage) mogą otrzymać więcej uprawnień, więc zakładane przez rynek 30% to najgorszy możliwy scenariusz. Na konferencjach wynikowych zarządy Ciech czy Grupy Azoty sugerowały, że przydział może być większy (Grupa Azoty 10.09 mówiła o zmniejszonej alokacji zaledwie o 10-20%), co wpłynęłoby wyraźnie pozytywnie na nasze prognozy. Zwracamy uwagę, że każde 10% więcej przydziału to ok. 30 mln PLN mniej kosztów w skali roku i wpływ na wycenę w wysokości aż 3,5 PLN/akcję (ok. 10% naszej wyceny). W prezentacji za 2Q'20 spółka informowała, że otrzymała ok. 403 tys. darmowych CO2 dla Govory. W związku z tym, że zakład nie prowadzi produkcji od września'19 zakładamy sprzedaż tych uprawnień w 2Q'21 co podbije wyniki spółki o ok. 45 mln PLN.

Emisja i przydział darmowych praw CO2 w ETS III [MT]*



Źródło: BDM S.A. *- szacunki. LS- emisja i przydział darmowych praw. PS- darmowa alokacja

Emisja i przydział darmowych praw CO2 w ETS IV [MT]*



Źródło: BDM S.A. *- szacunki. LS- emisja i przydział darmowych praw. PS- darmowa alokacja

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko niższych wolumenów produkcji/sprzedaży

W 2018-2019 roku spółka doświadczyła wielu planowanych i nieplanowanych wypadów produkcyjnych, co wpłynęło na wyraźny wzrost nakładów odtworzeniowych. Na konferencji po 1Q'20 w maju'20 zarząd informował, że nie ma już takich problemów, natomiast kryzys pandemiczny i postój produkcyjny w branży automotive, negatywnie wpływają na realizację wolumenów sprzedaży. W 2Q'20 porównywalny wolumen sprzedaży spadł o ok. 14% r/r. W 2H'20 spodziewamy się spadku rzędu 2/3% r/r, choć w kontekście nawrotu pandemii w 4Q'20 może być to założenie zbyt optymistyczne.

Wskazujemy, że spółka ma większą od średniej ekspozycję na rynek automotive (17% vs 3% rynek), choć zdecydowanie największą sprzedaje do mniej koniunkturalnej branży szkła opakowaniowego (38% vs 20% rynek).

▪ Ryzyko wyraźnego spadku cen sody kalcynowanej w 2021 roku

Spółka sprzedaje sodę kalcynowaną w kontraktach rocznych i ceny na 2020 rok zostały ustalone (wzrost o 2-3% r/r). Ryzykiem pozostaje 2021 rok (przyjmujemy -4% r/r, zgodnie z IHS/konsensusem), na co wpływ będzie miał kryzys pandemiczny. W 2010 roku zrealizowane ceny sody kalcynowanej spadły o 7% r/r w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku.

▪ Wzrost cen uprawnień emisyjnych wobec podwyższonego celu klimatycznego

Fabryki spółki uczestniczą w systemie ETS. Szacujemy, że rocznie deficyt uprawnień emisyjnych sięga ok. 1,1 mln ton w skali grupy. Obecne ceny uprawnień emisyjnych wzrosły ze średniego poziomu 5,8 EUR/EUA w '17 do 25-30 EUR/EUA. W 2020 roku wygeneruje to koszty rzędu 100 mln PLN.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (ETS IV). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%), co przy cenie 25 EUR/t będzie generować koszty rzędu 200 mln PLN rocznie. Niemniej wg informacji spółek możliwy jest wyższy przydział, co zmniejszy potencjalne koszty. Decyzji ws. ETS IV należy spodziewać się w okolicach 2020/2021.

W październiku 2020 PE przegłosował cel redukcji CO₂ do 2030 roku (vs 1990 rok) rzędu 60% vs 40% wcześniej (wrześniowe informacje mówiły o 55%), co ma przyczynić się do osiągnięcia celu neutralności klimatycznej w 2050 roku. Pojawiające się analizy KE przy celu 55% w 2030 roku sugerowały wzrost cen uprawnień do nawet 60 EUR/t.

▪ Wzrost cen surowców energetycznych i petrochemicznych

W latach 2016-2018 negatywnie na marżę wpłynął wzrost kosztów kluczowych surowców jak węgla energetycznego, koksu czy gazu. W 2019 roku surowce już taniały, a kryzys pandemiczny wyraźnie obniżył ceny w 2Q'20. Obecnie obserwujemy wzrost kosztów surowcowych, gł. gazu. Zwracamy ponadto uwagę na koniec długoterminowego, korzystnego kontraktu na dostawy węgla z KW (2015-2019), co wpłynęło na wyraźny wzrost kosztów tego surowca w 2020 roku.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności biznesu sodowego

Spółka jest producentem tzw. sody syntetycznej metodą Solvaya. Na globalnym rynku ok. 26% mocy produkcyjnych opartych jest o pozyskanie sody naturalnej, tzw. trony. Jest to proces zdecydowanie mniej energochłonny (o ok. 40% od metody Solvaya).

▪ Ryzyko umocnienia złotych

Ciech jest eksporterem (głównie soda kalcynowana, żywice epoksydowe). Szacujemy, że spółka posiada długą pozycję wynikową w EUR na poziomie ok. 150 mln EUR wobec czego umocnienie PLN o 0,1 PLN ujemnie wpływa na EBIT w wysokości ok. 15 mln PLN. Kursy walutowe przyjmujemy zgodnie z aktualną krzywą futures.

▪ Ryzyko korporacyjne zw. z prywatyzacją spółki

Trwa śledztwo w sprawie nieprawidłowości przy prywatyzacji Ciechu w kwietniu 2014 roku.

▪ Wysokie zadłużenie

Na koniec 1H'20 zadłużenie netto kształtowało się na poziomie ok. 1,6 mld PLN (2,8x EBITDA) i nie zmalało znacząco w latach 2018-2020 z uwagi na program inwestycyjny i wypłaty dywidend. W związku z tym przyjmujemy brak dywidendy do 2023 roku, a zarząd w obecnych uwarunkowaniach rynkowych nie zdecyduje się na skup akcji.

▪ Ryzyko wzrostu nakładów inwestycyjnych

Zaprezentowana w grudniu'18 strategia spółki na lata 2019-2021 nie precyzuje nowych projektów inwestycyjnych, a zarząd dość oszczędnie wypowiadał się w kwestii przyszłego CAPEX podkreślając konieczność poprawy efektywności energetycznej. Przyjmujemy, że szczyt CAPEX spółka ma przed sobą i będzie on przypadał na 2020/2021 rok. W kwietniu'20 spółka poinformowała o wzroście budżetu kluczowego projektu soli warzonej w SDC ze 100 do 140 mln EUR.

▪ Ryzyko roszczeń podatkowych

W wycenie uwzględniamy wszystkie potencjalne roszczenia podatkowe (CIT/VAT), które spółka kwantyfikuje w raportach okresowych (w 2Q'20 spółka w końcu skwantyfikowała ryzyko CIT w SCD), a nie zostały zapłacone, co daje potencjalną kwotę do zapłaty ok. 163 mln PLN (100% prawdopodobieństwa przegranych spraw).

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka równej 3,0% (poprzednio 4%), premii za ryzyko rynkowe oraz $\beta=1,0x$.

Główne zmiany w założeniach modelu (szczegóły na ostatnich stronach raportu):

- **Ceny sody kalcynowanej- oczekiwane korekty w 2021 roku**

Wg IHS ceny sody kalcynowanej w kontraktach na 2020 rok w Europie wzrosły o 5 EUR/t (+2,1% r/r), co było poziomem powyżej naszych oczekiwań (o ok. 4%). Szacujemy, że spółka zrealizowała ceny w 1H'20 nieco powyżej benchmarku.

Kluczowe pytanie obecnie sprowadza się do tego, jak zareagują ceny na kryzys pandemiczny w 2021 roku. Przyjmujemy, że spadną o ok. 4% r/r (-5% w czerwcowych założeniach), co jest zbliżone z prognozami IHS/konsensusem. W 2010 roku zrealizowane ceny sody kalcynowanej spadły o 7% r/r w reakcji na kryzys finansowy z 2008 roku.

- **Wolumeny- powolny powrót do normalności**

Wolumen sprzedaży sody w 2Q'20 okazał się wyraźnie poniżej naszych oczekiwań (-14% r/r LFL vs oczek. -6% r/r). Tym samym na 2H'20 i cały 2020 rok obniżyliśmy prognozowany wolumen sprzedaży (łącznie o ok. 4%). Powrotu do poziomów sprzed pandemii oczekujemy w 2021 roku. Oczywiście brak wolumenu sprzedaży żywic wynika ze sprzedaży Ciech Żywice (ESPI z lipca'20).

- **Surowce/CO2- opóźniony efekt hedgingu korzystny w 2021 roku**

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców, które odczuły po załamaniu w 2Q'20. Największej rewizji na 2H'20 rok uległy ceny gazu. Ceny pozostałych surowców (węglu energetycznego, koksu, CO2, ropopochodnych) nie uległy większym zmianom.

Na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020) spółka informowała, że zabezpiecza do 75% ekspozycji surowcowej na rok, do 50% na II rok i do 25% na III rok, co oznacza, że w 2021 roku będziemy widzieć efekt tanich surowców z bardzo korzystnego 2019 roku.

Po 2020 roku oczekujemy zmniejszenia liczby bezpłatnych praw emisyjnych z ok. 60% (2013-2020) do ok. 30% (2020-2030)- bez zmian. Niemniej spółki oczekują wyższego przydziału (Grupa Azoty na konferencji po 2Q'20 10.09 mówiła o zmniejszonej alokacji zaledwie o 10-20%), co wpłynęłoby wyraźnie pozytywnie na nasze prognozy. Decyzji spodziewamy się na przełomie 2020/2021.

- **Rekompensaty pośrednich kosztów CO2- beneficjent „ustawy Emilewicz”**

Spółka informowała o przyznaniu rekompensaty wzrostu pośrednich kosztów CO2 za 2019 rok na poziomie ok. 11 mln PLN, co rozliczy w wynikach za 3Q'20. W 2021 roku spodziewamy się, że będzie to ok. 16 mln PLN. Poprzednio szacowaliśmy, że może to być odpowiednio 29 mln PLN i 45 mln PLN w 2021 roku.

W związku z brakiem określonego celu przeznaczenia 275 mln uprawnień do emisji CO2 jakie przyznano Polsce po 2020 roku i tym samym z ryzykiem zagrożenia budżetu ustawy (25% środków ze sprzedaży CO2) nie zakładamy dalszych wpływów z tego tytułu po 2021 roku, co jest założeniem konserwatywnym.

- **Dodatkowe, darmowe CO2 dla CSR (Govora)**

W prezentacji za 2Q'20 spółka informowała, że otrzymała ok. 403 tys. darmowych CO2 dla Govory. W związku z tym, że zakład nie prowadzi produkcji od września'19 zakładamy sprzedaż tych uprawnień w 2Q'21 co podbije wyniki spółki o ok. 45 mln PLN.

- **Koszty utrzymania zakładu w Rumunii (Govora)**

W 1H'20 spółka poniosła wysokie, ale w większości jednorazowe koszty utrzymania zakładu w Govorze na poziomie nawet 35 mln PLN (w 1Q'20 koszty „bezrobocia technicznego”, w 2Q'20 odpis i zakup brakującego CO2 (zarząd nie spodziewał się późniejszej, pozytywnej decyzji organów). Wg zapewnień zarządu koszty utrzymania Govory powinny się zamknąć w kwocie 1-1,5 mln PLN/msc (przyjmujemy 4,5 mln PLN/kwartał, 18 mln PLN na rok);

CAPEX

CAPEX został opisany w osobnym rozdziale. W okresie strategii 2019-2021 oczekujemy ok. 1,74 mld PLN nakładów, a w 2020-2021 czyli w okresie szczytu inwestycji ok. 1,37 mld PLN (bez zmian vs czerwcowe założenia). W porównaniu z czerwcowymi prognozami nie uwzględniamy instalacji DCB, która miała dać ok. 15 mln PLN EBITDA rocznie (brak komunikacji ze spółki). Uwzględniliśmy z kolei wyższe wydatki na zakup CO2 w 2Q'20 (spółka w okresie obniżonych cen wydała rekordowe 85 mln PLN).

Dywidenda/skup akcji

Nie oczekujemy wypłaty dywidendy do 2023 roku w związku z istotnym wzrostem zadłużenia (w okolice 3,0x w 2020/2021). Nie zakładamy również, że przy obecnych uwarunkowaniach rynkowych (planowany CAPEX, zadłużenie spółki) zarząd zdecyduje się na uruchomienie skupu akcji uchwalonego na ZWZ 21.05.2020. Tym samym nasze czerwcowe założenia nie uległy zmianie.

Podatki

Spółka jest w trakcie szeregu sporów sądowych dotyczących zapłaty podatków CIT i VAT za lata 2012-2018. Całkowite zobowiązanie z tyt. CIT wraz z odsetkami spółka ocenia na 145 mln PLN na koniec 2Q'20, z czego 128 mln PLN zostało objęte rezerwami/odpisami, a 53,7 mln PLN zapłacone. Dodatkowo z tytułu VAT zobowiązania mogą wynosić 30 mln PLN, z czego zapłacono 22,4 mln PLN. W 2Q'20 spółka utworzyła rezerwę na postępowanie podatkowe w Niemczech w kwocie 14,4 mln EUR (cała rezerwa, dowiązano ok. 16 mln PLN). Tym samym całkowite zobowiązania z tyt. podatków jakie uwzględniamy w wycenie to ok. 163 mln PLN vs 90 mln PLN w czerwcu.

Zmiany w organizacji

W dniu 19.03.2019 zarząd podjął uchwałę o rozpoczęciu szczegółowego przeglądu opcji:

- zmian w strukturze korporacyjno-organizacyjnej (holding z poszczególnymi obszarami biznesowymi i centralą);

- zmian w strukturze aktywów grupy Ciech;

W ramach przeglądu możliwe jest m.in. przeprowadzanie akwizycji i dezinwestycji wybranych aktywów. Przegląd opcji będzie w pierwszej kolejności dotyczył Ciech Pianki oraz Ciech Trading. W październiku 2019 przegląd opcji został rozszerzony o Ciech Żywiec.

Dn. 20.07.2020 Spółka poinformowała, że zawarła z LERG przedwstępną umowę zbycia 100% w Ciech Żywiec. Wartość Transakcji uwzględniająca m.in. cenę nabycia udziałów to około 160 mln PLN, co oznacza mnożnik transakcji EV/EBITDA liczony dla ostatnich dwunastu miesięcy w wysokości 7,6x. Przychody CIECH Żywiec od klientów zewnętrznych wyniosły ok. 298 mln PLN w 2019 roku oraz ok. 266 mln zł w okresie od lipca 2019 roku do końca czerwca 2020 roku (LTM). Zamknięcie transakcji i rozliczenie ceny sprzedaży planowane jest na przełomie 2020/2021 roku (80% ceny od razu, 20% po roku). Od 2Q'20 spółka prezentuje biznes żywic w działalności zaniechanej, co wpłynęło na obniżenie naszych prognoz.

Transakcja ma pozytywny wpływ na naszą wycenę przy mnożniku 7,6x vs ok. 5,0x dla grupy Ciech.

Finansowanie

Obecnie „trzon” finansowania to umowa kredytowa z listopada'15 aneksowana w styczniu'18 w wysokości ok. 1,22 mld PLN i 30 mln EUR. Aneks wydłużył zapadalność finansowania do 2021-2022 roku. Koszt finansowania bez zmian (WIBOR 6m+150 p.b.). Spółka będzie musiała refinansować to zadłużenie w 2022 roku (1,25 mld PLN w 4Q'20).

Na koniec 2019 roku spółka miała dostępne wolne limity kredytów obrotowych w kwocie 597,3 mln PLN (na podstawie umów z 09.01.2018, 28-29.01.2018 i 18.04.2019). Zarząd informował, że na koniec 1Q20/2Q'20 wykorzystywał je w całości (prawie 700 mln PLN gotówki na rachunkach).

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 52 700 tys. akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 0% (+2% poprzednio);
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 21% (bez zmian);
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 12 października 2020 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 34,7 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 548,9	3 027,3	3 168,8	3 387,5	3 572,9	3 583,1	3 593,9	3 605,1	3 616,4	3 627,9	3 638,0
EBIT [mln PLN]	267,5	249,5	261,7	265,1	371,3	369,6	365,9	362,7	359,4	356,3	355,6
Stopa podatkowa	36,6%	37%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Podatek od EBIT [mln PLN]	97,8	93,0	55,0	55,7	78,0	77,6	76,8	76,2	75,5	74,8	74,7
NOPLAT [mln PLN]	169,7	156,5	206,8	209,4	293,3	292,0	289,0	286,5	284,0	281,5	280,9
Amortyzacja [mln PLN]	310,5	325,4	373,3	401,9	401,8	403,2	404,3	405,1	405,7	406,2	406,4
CAPEX [mln PLN]	-351,1	-682,9	-683,1	-391,5	-411,1	-410,5	-409,9	-409,4	-408,9	-408,4	-407,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	115,0	84,9	-4,5	-7,0	-5,9	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Inwestycje kapitałowe** [mln PLN]	-4,7	0,0	128,0	32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	239,4	-116,1	20,5	244,9	278,1	284,4	283,1	281,9	280,4	278,9	279,3
DFCF [mln PLN]		-114,6	19,0	213,4	227,2	217,6	202,6	188,5	174,9	162,1	151,1
Suma DFCF [mln PLN]		1 441,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 767,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 039,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		3 480,8									
Dług netto*** [mln PLN]		1 489,8									
Zobowiązania podatkowe (100%) [mln PLN]****		163,2									
Wartość kapitału		1 827,9									
Ilość akcji [mln szt.]		52,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		34,7									

Przychody zmiana r/r	-14,7%	4,7%	6,9%	5,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-6,7%	4,9%	1,3%	40,1%	-0,5%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,2%
FCF zmiana r/r	-	-	1095,4%	13,6%	2,3%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	0,1%
Marża EBITDA	19,0%	20,0%	19,7%	21,6%	21,6%	21,4%	21,3%	21,2%	21,0%	20,9%	20,9%
Marża EBIT	8,2%	8,3%	7,8%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%
Marża NOPLAT	5,2%	6,5%	6,2%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%	7,9%	7,8%	7,7%	7,7%
CAPEX / Przychody	22,6%	21,6%	11,6%	11,5%	11,5%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%
CAPEX / Amortyzacja	209,9%	183,0%	97,4%	102,3%	101,8%	101,4%	101,1%	100,8%	100,6%	100,6%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,8%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Źródło: BDM S.A.**- wpływ ze sprzedaży Ciech Żywice ***- z końca 2019 (+MSSF16). ****- wszystkie potencjalne, niezapłacone zobowiązania podatkowe CIT i VAT, jakie kwantyfikuje spółka.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	59,7%	64,4%	65,9%	69,3%	72,4%	75,5%	78,7%	81,9%	84,3%	86,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	40,3%	35,6%	34,1%	30,7%	27,6%	24,5%	21,3%	18,1%	15,7%	13,2%
WACC	5,9%	6,4%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	31,3	35,8	41,7	49,4	60,1	76,1	102,3	153,4	296,6
	0,8	28,2	32,2	37,2	43,8	52,8	65,8	86,0	122,2	205,1
	0,9	25,3	28,9	33,3	39,0	46,6	57,2	73,2	100,0	153,8
	1,0	22,7	25,9	29,7	34,7	41,2	50,0	62,9	83,4	120,8
	1,1	20,3	23,1	26,5	30,9	36,4	43,9	54,5	70,6	97,9
	1,2	18,1	20,6	23,7	27,4	32,3	38,6	47,4	60,3	81,0
	1,3	16,0	18,3	21,0	24,4	28,6	34,0	41,4	51,9	68,1

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	34,7	39,9	46,7	55,8	68,8	88,9	123,9	200,9	505,2
	4,0%	28,2	32,2	37,2	43,8	52,8	65,8	86,0	122,2	205,1
	5,0%	22,7	25,9	29,7	34,7	41,2	50,0	62,9	83,4	120,8
	6,0%	18,1	20,6	23,7	27,4	32,3	38,6	47,4	60,3	81,0
	7,0%	14,1	16,2	18,6	21,6	25,3	30,0	36,2	44,9	57,8
	8,0%	10,7	12,4	14,3	16,7	19,6	23,2	27,8	34,0	42,6
	9,0%	7,7	9,1	10,7	12,6	14,9	17,7	21,2	25,7	31,8

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	70,1	64,8	60,1	55,8	51,8	48,2	44,9	41,8	39,0
	4,0%	58,6	53,1	48,2	43,8	39,9	36,3	33,1	30,1	27,4
	5,0%	49,4	43,8	39,0	34,7	30,9	27,4	24,4	21,6	19,0
	6,0%	41,8	36,3	31,6	27,4	23,8	20,5	17,6	15,0	12,6
	7,0%	35,5	30,1	25,6	21,6	18,1	15,0	12,2	9,7	7,5
	8,0%	30,1	24,9	20,5	16,7	13,4	10,4	7,8	5,5	3,4
	9,0%	25,6	20,5	16,2	12,6	9,4	6,6	4,2	2,0	0,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-2022 do wybranych spółek działających w sektorze chemicznym. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 9 października 2020. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 20% (bez zmian).

Porównując wyniki Ciechu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,4 mld PLN, co odpowiada 27,1 PLN na jedną akcję (w tym 3,1 PLN/akcje potencjalnych, niezapłaconych zobowiązań podatkowych). Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'21 na poziomie ok. 5,0x, czyli z wyraźnym dyskontem do spółek sodowych czy krajowych spółek chemicznych.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
SOLVAY	14,9	13,3	10,4	5,7	5,6	5,0	9,9	9,7	8,0
TURK SISE CAM	12,9	9,4	8,1	6,5	5,0	5,0	8,4	6,6	6,6
GENESIS ENERGY	---	6,5	2,7	7,1	6,6	6,0	13,3	10,5	9,0
TATA CHEMICALS	7,6	12,8	8,6	4,7	6,7	5,2	7,0	10,9	7,9
BASF	25,4	17,5	14,1	9,6	8,1	7,3	21,6	15,4	13,2
WACKER CHEMIE	70,7	22,1	17,5	9,3	6,7	5,8	38,2	14,7	11,0
Mediana	14,9	13,1	9,5	6,8	6,6	5,5	11,6	10,7	8,5
CIECH	13,1	8,6	9,9	5,5	5,0	4,5	12,6	12,1	11,2
Premia/dyskonto do spółki	-12,2%	-34,0%	4,7%	-19,9%	-25,0%	-18,8%	8,4%	12,9%	32,5%
Wycena wg wskaźnika	30,5	40,5	25,5	41,7	39,0	39,8	22,1	19,9	12,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		38,1			39,2			26,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	34,7								
Wycena 1 akcji po zob. CIT/VAT**	32,8								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 09.10.2020. ** - wszystkie potencjalne, niezapłacone zobowiązania podatkowe CIT i VAT o wartości 163,2 mln PLN.

Porównanie mnożników do polskich spółek chemicznych

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
PCC ROKITA	10,4	10,3	8,8	6,3	6,8	6,2	12,3	12,1	10,5
GRUPA AZOTY	11,1	13,7	10,1	4,6	5,3	5,2	14,0	16,2	15,7
ZA PULAWY	5,0	7,2	19,9	2,3	3,8	4,2	4,5	16,1	27,1
ZCH POLICE	18,4	---	27,3	13,3	8,5	6,1	-	28,5	13,0
MEDIANA	10,8	10,3	15,0	5,5	6,1	5,6	12,3	16,1	14,4
CIECH	13,1	8,6	9,9	5,5	5,0	4,5	12,6	12,1	11,2
Premia/dyskonto	21,5%	-16,6%	-34,0%	-0,6%	-17,9%	-20,8%	2,3%	-25,2%	-21,7%

Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty- konsensus Bloomberg. Reszta- prognozy własne, wg cen z 09.10.2020.

Porównanie prognoz BDM vs konsensus*

	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA konsens*	604	657	719	809
EBITDA BDM	575	635	667	773
różnica	-4,8%	-3,4%	-7,2%	-4,4%
CAPEX konsens*	-632	-603	-545	-400
CAPEX BDM	-683	-683	-391	-411
różnica	8,1%	13,3%	-28,2%	2,8%
Dług netto konsens*	1 708	1 815	1 797	1 395
Dług netto BDM	1 729	1 750	1 570	1 392
różnica	1,2%	-3,6%	-12,6%	-0,2%
DN/EBITDA konsens*	2,8	2,8	2,5	1,7
DN/EBITDA BDM	3,0	2,8	2,4	1,8
różnica	6,3%	-0,2%	-5,8%	4,4%

Źródło: BDM S.A., *- Bloomberg 09.10.2020

Zwracamy uwagę, że nasze prognozy są poniżej konsensusu Bloomberg na 2020-2021 o odpowiednio 5/3%. Z drugiej strony oczekujemy wyższych nakładów inwestycyjnych o 8/13%. Niemniej prognozowany dług netto jest zbliżony do konsensusu. Uwzględniamy w nim ok. 160 mln PLN wpływów z tyt. zbycia Ciech Żywiec.

WYNIKI 2Q'20 I PERSPEKTYWY PO KONFERENCJI

Wyniki za 2Q'20 (publikacja 08.09.2020) okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu odpowiednio o ok. 7% i 10% na poziomie znormalizowanej EBITDA (po uwzględnieniu działalności zaniechanej czyli biznesu żywic, który spółka wydziela po podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży). Pozostałe dane nie są do końca porównywalne z uwagi na działalność zaniechaną. Uwagę zwraca ujemne saldo PDO w wysokości aż -23,7 mln PLN, z czego 5,2 mln PLN wynika z rozliczenia długu HY (pozostało jeszcze 12,3 mln PLN), a 5 mln PLN z rezerwy na program motywacyjny (łącznie już 23 mln PLN od 2Q'19).

Spółka pochwaliła się bardzo mocnym CFO na poziomie 303 mln PLN vs 129 mln PLN przed rokiem wynikającym z „optymalizacji kapitału pracującego” (spadek należności aż o 154 mln PLN gł. z faktoringu). Na inwestycje spółka wydała 127 mln PLN vs 140 mln PLN po 1Q'20. Tym samym dług netto spada o ok. 88 mln PLN do 1,59 mld PLN (2,8x EBITDA, wskaźnik liczony dla banków na potrzeby kowenantów 2,47x EBITDA).

W prezentacji spółka poinformowała, że otrzymała 403 tys. ton bezpłatnych praw do emisji CO2 dla Govory za 2019 rok (spółka nie prowadzi produkcji, więc powinny one zostać sprzedane w 1H'21, co daje potencjalny przychód po obecnych cenach ok. 50 mln PLN).

Koszty utrzymania zakładu w Govorze, które powinny wynosić 3-5 mln PLN kwartalnie w 2Q'20 były znacząco wyższe przez odpis należności w kwocie 8 mln PLN i zakup CO2 do planowanego umorzenia (8 mln PLN, spółka nie znała późniejszej decyzji o przyznaniu 403 tys. ton bezpłatnych uprawnień).

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'19	2Q'20	r/r	2Q'20P BDM	różnica	2Q'20P konsens.	zakres	różnica	1H'19	1H'20	r/r
Przychody	944,6	689,0	-27,1%	768,0	-10,3%	777,4	749,2-792,4	-11,4%	1 889,3	1 378,0	-27,1%
z dział. zaniechaną (żywice)	944,6	746,0	-21,0%	768,0	-2,9%	777,4	749,2-792,4	-4,0%	1 889,3	1 600,4	-15,3%
Wynik brutto na sprzedaży	213,3	154,7	-27,5%	200,9	-23,0%				426,6	309,4	-27,5%
EBITDA	138,2	134,4	-2,7%	129,7	3,6%	125,2	120-130	7,3%	276,3	268,8	-2,7%
EBITDA adj.	175,7	138,1	-21,4%	129,7	6,5%	125,2	120-130	10,3%	351,4	276,2	-21,4%
EBIT	61,3	55,2	-9,9%	49,3	11,9%	46,0	38-51,1	20,0%	122,5	110,4	-9,9%
Zysk brutto	41,5	12,5	-70,0%	30,7	-59,4%				83,1	24,9	-70,0%
Zysk netto	19,4	-5,0		24,2		23,5	14-28,3		38,7	-9,5	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,6%	22,5%		26,2%					22,6%	22,5%	
Marża EBITDA adj.	18,6%	20,0%		16,9%		16,1%			18,6%	20,0%	
Marża EBIT	6,5%	8,0%		6,4%		5,9%			6,5%	8,0%	
Marża zysku netto	2,0%	-0,7%		3,2%		3,0%			2,0%	-0,7%	
P/E 12m		20,0									
EV/EBITDA adj. 12m		4,9									

Źródło: BDM, spółka.*- z działalnością zaniechaną (przedwstępna umowa sprzedaży Ciech Żywice z 20.07.2020. EBITDA w 1H'20 8,4 mln PLN z czego 5 mln PLN w 2Q'20).

Wybrane dane finansowe z podziałem na segmenty [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20 kont.	2017	2018	2019	2020 LTM
Przychody	885,7	933,5	882,7	970,8	952,7	944,6	848,1	803,4	854,4	689,0	3 579,4	3 672,7	3 548,9	3 194,9
soda	582,0	607,3	571,3	605,5	623,9	617,5	586,1	521,9	509,5	480,4	2 381,5	2 366,1	2 349,4	2 098,0
organika	210,1	215,3	204,1	256,0	237,7	235,7	174,3	202,4	261,2	129,0	869,2	885,3	850,1	766,8
krzemiany	62,9	57,3	63,8	64,9	59,6	64,2	63,1	58,3	63,3	51,5	229,3	248,9	245,2	236,2
transport/pozostałe/wyłączenia	30,6	53,7	43,5	44,5	31,5	27,3	24,6	20,8	20,4	28,1	99,4	172,3	104,2	93,9
EBITDA	165,4	188,2	131,0	169,8	160,3	138,2	103,7	175,9	144,9	134,4	833,2	654,4	578,0	558,8
soda	145,0	153,6	113,8	127,5	133,5	121,6	115,7	116,7	125,4	125,2	704,4	539,9	487,6	483,0
organika	16,3	15,6	13,5	31,0	22,5	15,9	4,2	29,0	25,4	10,9	96,8	76,4	71,6	69,4
krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	7,4	36,8	34,4	40,5	35,6
transport/pozostałe/wyłączenia	-3,2	8,1	-6,1	5,0	-5,9	-11,6	-27,2	23,1	-16,1	-9,1	-4,8	3,7	-21,6	-29,2
EBITDA znormalizowana	167,6	172,1	132,2	161,6	159,6	175,7	142,6	185,4	142,1	138,1	808,1	633,5	663,3	608,2
r/r	-10,2%	-10,3%	-25,9%	-35,6%	-4,8%	2,1%	7,9%	14,7%	-10,9%	-21,4%	-7,8%	-21,6%	4,7%	-8,3%
soda	146,9	154,2	114,0	121,7	132,6	159,7	152,5	129,5	123,3	125,8	690,7	536,9	574,2	531,1
organika	16,3	15,6	13,7	30,4	22,6	15,9	4,6	28,4	25,3	5,0	96,5	76,0	71,6	63,4
krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	7,4	36,8	34,4	40,5	35,6
transport/pozostałe/wyłączenia	-3,0	-8,5	-5,4	3,1	-5,9	-12,1	-25,6	20,4	-16,6	-0,2	-15,9	-13,8	-23,1	-21,9
EBITDA bez PDO	165,3	162,9	131,2	162,5	155,8	163,7	139,4	180,5	158,8	158,1	756,2	621,9	639,4	636,8
r/r	-9,9%	-9,8%	-20,6%	-28,4%	-5,7%	0,5%	6,3%	11,1%	1,9%	-3,4%	-13,5%	-17,8%	2,8%	-0,4%
EBIT	102,1	124,2	60,3	92,6	83,4	61,3	26,0	96,9	63,3	55,2	588,8	379,2	267,5	241,4
Wynik netto	73,9	98,6	26,8	-87,3	61,8	19,4	0,9	35,6	39,7	-5,0	393,4	112,0	117,7	71,3
Normalizacja EBITDA	-2,2	16,1	-1,2	8,2	0,7	-37,6	-38,9	-9,5	2,8	-3,7	25,1	20,9	-85,3	-49,3
Saldo PDO	0,2	25,3	-0,2	7,3	4,5	-25,6	-35,8	-4,6	-13,9	-23,7	77,0	32,5	-61,4	-78,0
Marża EBITDA znorm.	18,9%	18,4%	15,0%	16,6%	16,7%	18,6%	16,8%	23,1%	16,6%	20,0%	22,6%	17,2%	18,7%	19,0%
soda	25,2%	25,4%	20,0%	20,1%	21,2%	25,9%	26,0%	24,8%	24,2%	26,2%	29,0%	22,7%	24,4%	25,3%
organika	7,8%	7,2%	6,7%	11,9%	9,5%	6,8%	2,6%	14,1%	9,7%	3,9%	11,1%	8,6%	8,4%	8,3%
krzemiany	11,6%	19,0%	15,4%	9,8%	17,2%	18,9%	17,5%	12,1%	16,0%	14,4%	16,1%	13,8%	16,5%	15,1%
CFO	-3,9	215,7	141,0	101,2	-21,7	128,6	132,5	292,4	11,0	303,0	628,8	453,9	531,9	738,9
CAPEX (z nabyciem CO2)	-118,0	-93,8	-96,9	-179,7	-99,5	-62,8	-88,3	-131,9	-163,2	-212,0	-401,2	-488,4	-382,5	-595,4
FCF	-121,9	121,9	44,0	-78,6	-121,2	65,7	44,2	160,6	-152,2	90,9	227,6	-34,5	149,4	143,5
LTM yield*	16,5%	11,3%	12,0%	-2,4%	-2,4%	-6,3%	-6,3%	10,5%	8,3%	10,1%	16,0%	-2,4%	10,5%	10,1%
Dług netto	998,7	872,8	1 406,7	1 464,1	1 719,3	1 640,2	1 627,2	1 489,8	1 673,5	1 585,5	865,1	1 464,1	1 489,8	1 585,5
/EBITDA	1,2	1,1	1,9	2,2	2,6	2,7	2,8	2,6	3,0	2,8	1,0	2,2	2,6	2,8

Źródło: BDM, spółka. FCF/bieżąca kapitalizacja

Konferencja po 2Q'20 (09.09.2020)

Na konferencji wynikowej zarząd był pytany gł. o kwestię przyznania ok. 403 tys. ton darmowych CO₂ dla CSR (fabryka w Górzach) o wartości ok. 50 mln PLN, która nie prowadzi produkcji do września'20. Inwestorów interesował również zbliżający się termin alokacji uprawnień w ETSIV (po 2020 roku) czy koszty zapowiadanej obniżki emisyjności o 1/3 (gro spadku z planowanych instalacji ITPOE z wydatkami CAPEX partnera). W kwestii cenników sody na 2021 rok zarząd wskazywał na regionalne spojrzenie. W Europie spółka nie spodziewa się istotnego spadku cen. Zarząd pytany był również o kwestie aktualizacji celów strategicznych (ogłoszone w grudniu'18 zakładające >900 mln PLN EBITDA w 2021 roku) w kontekście opóźnienia kluczowego projektu inwestycyjnego soli warzonej (wg CEO zbyt duża niepewność) i rozwiązanie rezerw na program motywacyjny (łącznie już 23 mln PLN, brak decyzji). Relatywnie dobry wynik w segmencie sodowym CEO tłumaczył brakiem pozytywnych zdarzeń i racjonalizacją kosztów. Porównywalny wolumen sprzedaży sody (bez CSR) spadł o 14% r/r vs -6% r/r wg naszych oczekiwań. Po raz pierwszy na konferencji zarząd przedstawił kwestie ESG (społecznej odpowiedzialności biznesu). W 2021 roku ma bardziej szczegółowo raportować segmenty.

Wpływ COVID-19

W kwestii COVID-19 w 1Q'20 spółka zmaksymalizowała poziom dostępnej płynności finansowej przez maksymalne wykorzystanie kredytów odnawialnych (łącznie ponad 0,5 mld PLN). Segment sodowy i produkcja ŚOR w 1Q'20 odbywały się bez większych zakłóceń. Wg. ESPI z 30.03.2020 spółka ograniczyła produkcję pianek o 30% w 13-stym tygodniu i 60% w 14-stym tygodniu (przełom marca/kwietnia). Vitrosilicon ograniczył produkcję o 10%. Na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020) spółka dała dalszy update sytuacji, gdzie perspektywy uległy pogorszeniu w sodzie i soli (niskie wolumeny sprzedaży w związku z automotive), poprawiły się w piankach (w szczycie kryzysu spółka pracowała na 20% a pod koniec maja dochodziła do 100%) i pogorszyły w krzemianach (przebiegi producentów opon).

W sprawozdaniu za 2Q'20 (08.09.2020) spółka wskazuje, że „negatywny efekt pandemii był szczególnie zauważalny w kwietniu i w maju, a czerwiec przyniósł poprawę i częściową odbudowę popytu”. W czerwcu sprzedaż pianek powróciła do poziomu sprzed pandemii. Sprzedaż krzemianów wzrosła, nie osiągając jednak jeszcze poziomów sprzed pandemii. Dodatkowo „(...) zmniejszenie wykorzystania usług podmiotów zewnętrznych pozwoliło na osiągnięcie oszczędności już w 2Q'20, jednak wpływ tych działań osiągnie pełną skalę w 2H'20”. Na konferencji po 2Q'20 (09.09.2020) zarząd wskazywał, że obserwuje odbicie w segmencie sodowym (w kształcie „U”), a popyt na pianki PUR, najmocniej doświadczonych przez COVID-19, jest wyższy niż przed pandemią.

PROGNOZA NA 3Q'20 I PERSPEKTYWY 2020/2021

Prognoza na 3Q'20

W 3Q'20 oczekujemy spadku wolumenu sprzedaży sody (LFL czyli bez Govory) o ok. 3/4% biorąc pod uwagę odbicie w sektorze automotive (rejestracje samochodów -8% r/r lipiec-sierpień'20 vs -53% r/r w 2Q'20). Niemniej spółka miała długi, przyspieszony postój remontowy w Janikowie, więc wolumeny ponownie mogą nas rozczarować (w 2Q'20 – 14% r/r LFL vs -6% r/r oczek.). Z drugiej strony marża, tak jak w 2Q'20, powinna być solidna, wspierana wyższymi cenami sody kalcynowanej i pozytywnym efektem surowcowym (tańszy koks i gaz- opóźniony efekt hedgingu). Dodatkowo liczymy na efekty nowej instalacji sody oczyszczonej (zarząd zapowiedział pełne zdolności w 4Q'20) i 10,6 mln PLN z tyt. dotacji URE dla przedsiębiorstw energochłonnych. Tym samym oczyszczona EBITDA kluczowego segmentu będzie gorsza r/r, ale wyraźnie lepsza niż kwartał wcześniej.

Organika powinna poradzić sobie całkiem nieźle dzięki PUR, gdzie koniunktura w sektorze meblowym, po bardzo słabym 2Q'20, była na poziomie wysokiego sezonu 4Q/1Q. Tym samym, mimo „martwego okresu” ŚOR i braku biznesu żywic, segment organiczny powinien poprawić ubiegłoroczne wyniki. W krzemianach z kolei spodziewamy się ponownie słabego wyniku, porównywalnego z 2Q'20.

Reasumując, oczyszczona EBITDA grupy powinna być porównywalna r/r, a raportowana znacząco wyższa (rok temu wyniki obciążała m.in. rezerwa na Govorę). Podkreślamy, że prognozowane wyniki na 3Q'20 są zbliżone do naszych oczekiwań z czerwca'20 (niższy wolumen sody, ale rekompensata dla energochłonnych rozliczona nie w 4Q'20 a w 3Q'20).

Oczekiwanie na 4Q'20

Nasze czerwcowe prognozy na 4Q'20 obniżyliśmy o ok. 20% z uwagi na wcześniejsze rozliczenie rekompensaty dla przedsiębiorstw energochłonnych oraz jej mniejszą wartość (11 mln PLN vs 29 mln PLN oczek.). Założyliśmy również mniejszy wolumen sprzedaży sody kalcynowanej. Mimo dezinwestycji Ciech Żywice podwyższyliśmy z kolei prognozy w Organice. Wskazujemy na dobrą koniunkturę w PUR i wysoki sezon w ŚOR, prawdopodobnie z typową, przedsezonową sprzedażą. Tym samym podtrzymujemy, że 4Q'20 powinien być najlepszym kwartałem w roku.

Perspektywy 2021 roku

W 2021 roku powinniśmy dalej obserwować opóźniony efekt tanich surowców (hedging), czyli ceny m.in. z bardzo korzystnego 2019 roku (koks, gaz), a koszty utrzymania zakładu w Govorze powinny być wyraźnie mniejsze. Dodatkowo zakładamy powrót wolumenu sprzedaży sody do stanu sprzed pandemii (+5/6% r/r), co powinno zniwelować efekt niższych cen sody (-4% r/r). Niewiadomą pozostaje darmowa alokacja CO2 po 2020 roku (przyjmujemy tylko 30%, co jest najgorszym, możliwym scenariuszem). Liczymy ponadto na pierwsze, ale ograniczone efekty inwestycji w nową warzelnię soli (ok. 15 mln PLN) i na dalszą poprawę wyników ŚOR, po dwóch bardzo słabych latach 2019-2020, z EBITDA na poziomie tylko 20-30 mln PLN. Ponadto wyniki zostaną wsparte przez jednorazową sprzedaż ok. 403 tys. ton certyfikatów CO2 przyznanych Govorze (ok. 45 mln PLN).

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	2018	2019	2020P
Przychody	885,7	933,5	882,7	970,8	952,7	944,6	848,1	803,4	854,4	689,0	699,5	784,4	3 672,7	3 548,9	3 027,3
segment sodowy	582,0	607,3	571,3	605,5	623,9	617,5	586,1	521,9	509,5	480,4	506,1	538,3	2 366,1	2 349,4	2 034,3
segment organiczny	210,1	215,3	204,1	256,0	237,7	235,7	174,3	202,4	261,2	129,0	115,8	175,5	885,3	850,1	681,4
segment krzemiany	62,9	57,3	63,8	64,9	59,6	64,2	63,1	58,3	63,3	51,5	63,1	58,3	248,9	245,2	236,2
EBITDA	165,4	188,2	131,0	169,8	160,3	138,2	103,7	175,9	144,9	134,4	143,0	152,6	654,4	578,0	574,8
segment sodowy	145,0	153,6	113,8	127,5	133,5	121,6	115,7	116,7	125,4	125,2	142,1	133,0	539,9	487,6	525,6
segment organiczny	16,3	15,6	13,5	31,0	22,5	15,9	4,2	29,0	25,4	10,9	5,4	28,5	76,4	71,6	70,2
segment krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	7,4	6,3	5,5	34,4	40,5	29,2
EBITDA Adj.	167,6	172,1	132,2	161,6	159,6	175,7	142,6	185,4	142,1	138,1	143,0	152,6	633,5	663,3	575,8
segment sodowy	146,9	154,2	114,0	121,7	132,6	159,7	152,5	129,5	123,3	125,8	142,1	133,0	536,9	574,2	524,2
segment organiczny	16,3	15,6	13,7	30,4	22,6	15,9	4,6	28,4	25,3	5,0	5,4	28,5	76,0	71,6	64,2
segment krzemiany	7,3	10,9	9,8	6,4	10,2	12,1	11,0	7,1	10,1	7,4	6,3	5,5	34,4	40,5	29,2
EBIT	102,1	124,2	60,3	92,6	83,4	61,3	26,0	96,9	63,3	55,2	60,7	70,3	379,2	267,5	249,5
Zysk brutto	95,8	127,3	39,7	42,3	72,5	41,5	15,4	54,1	66,7	12,5	42,0	51,6	305,0	183,5	172,8
Zysk netto	73,9	98,6	26,8	-87,3	61,8	19,4	0,9	35,6	39,7	-5,0	32,8	40,3	112,0	117,7	107,8
Marża EBITDA Adj.	18,9%	18,4%	15,0%	16,6%	16,7%	18,6%	16,8%	23,1%	16,6%	20,0%	20,4%	19,5%	17,2%	18,7%	19,0%
segment sodowy	25,2%	25,4%	20,0%	20,1%	21,2%	25,9%	26,0%	24,8%	24,2%	26,2%	28,1%	24,7%	22,7%	24,4%	25,8%
segment organiczny	7,8%	7,2%	6,7%	11,9%	9,5%	6,8%	2,6%	14,1%	9,7%	3,9%	4,7%	16,2%	8,6%	8,4%	9,4%
segment krzemiany	11,6%	19,0%	15,4%	9,8%	17,2%	18,9%	17,5%	12,1%	16,0%	14,4%	9,9%	9,4%	13,8%	16,5%	12,4%
Marża EBIT	11,5%	13,3%	6,8%	9,5%	8,8%	6,5%	3,1%	12,1%	7,4%	8,0%	8,7%	9,0%	10,3%	7,5%	8,2%
Marża netto	8,3%	10,6%	3,0%	-9,0%	6,5%	2,0%	0,1%	4,4%	4,6%	-0,7%	4,7%	5,1%	3,1%	3,3%	3,6%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

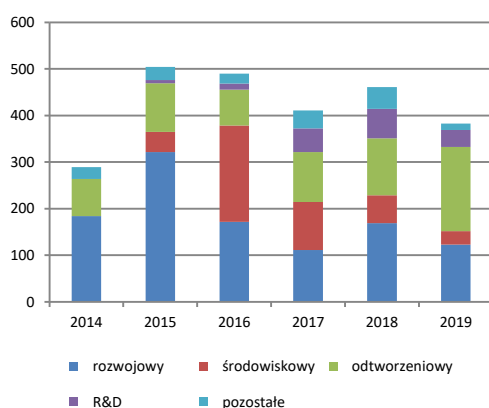
CAPEX

CAPEX 2015-2019

W latach 2015-2019 CAPEX grupy wyniósł 2,2 mld PLN, czyli ok. 450 mln PLN średniorocznie. Największe wydatki dotyczyły instalacji odsiarczania/odazotowania w Janikowie i Inowrocławiu (ok. 300 mln PLN- koniec 2018), programu rozwojowego w Inowrocławiu (wzrost mocy produkcyjnych o 200 tys. ton rocznie sody, 300 mln PLN- koniec 2016) czy w Vitrosilicon (szklisty krzemian sody pod kontrakt z Solvay, 70 mln PLN- koniec 2016). W 2018-2019 spółka realizowała inwestycje w zwiększenie zdolności produkcyjnych sody oczyszczonej w Niemczech o 50 tys. ton (ok. 100 mln PLN- inwestycja w fazie długiego rozruchu).

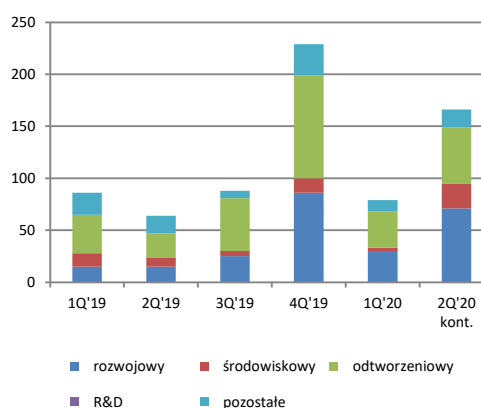
W prezentacjach wynikowych 2018-2019 spółka precyzuje, że w 2015-2019 na rozwój biznesu wydała blisko 900 mln PLN, a ponad 440 mln PLN to nakłady środowiskowe (gł. IOS w CSP), których w najbliższych latach nie będzie ponosić w tej skali. CAPEX czysto odtworzeniowy w tym okresie to blisko 600 mln PLN (ok. 120 mln PLN rocznie- w latach 2018-2019 zauważalny wzrost nakładów po wystąpieniu nieplanowanych wypadków produkcyjnych w CSP i SDC). Reszta dotyczy gł. R&D związanych z nakładami na rejestrację nowych substancji ŚOR (ma dać efekty po 2020 roku).

CAPEX w podziale 2014-2019* [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka. *- ujęcie cashowe

CAPEX w podziale 1Q'19-2Q'20* [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka. *- ujęcie memoriałowe

CAPEX 2020-2021

W 2Q'20 CAPEX rozwojowy wynosił ok. 60 mln PLN na ok. 160 mln PLN wydatków inwestycyjnych (aż >70 mln PLN wyniósł CAPEX odtworzeniowy). Spółka jest w trakcie realizacji:

- projektu soli warzonej w Niemczech (450 tys. ton, +75% wzrostu zdolności produkcyjnych ogółem soli, zaktualizowany budżet dn. 03.04.2020 to ok. 140 mln EUR przy poprzednio kalkulowanym 100 mln EUR);
- sody oczyszczonej w Niemczech (50 tys. ton, +33% wzrostu zdolności produkcyjnych ogółem sody oczyszczonej, w fazie długiego rozruchu po oddaniu instalacji w 1H'19, pełne zdolności w 4Q'20);
- rezerwowe, gazowe źródła pary technologicznej w Janikowie i Inowrocławiu (+turbina e.e.), których łączny koszt ma sięgnąć 250-300 mln PLN (koniec 2022 rok);

Inwestycje w sól warzoną i sodę oczyszczoną zostały ogłoszone jeszcze w 2017 roku. Na konferencji po 1Q'19 nowy zarząd przedstawił inwestycje w DCB (wzrost zdolności w Janikowie- brak realizacji) i energetykę.

Po 2Q'20 spółka przesunęła termin uruchomienia projektu warzelni soli w Niemczech z 1Q'21 na 2Q'21. W prezentacji wspomina ponadto o realizacji tzw. „małej strategii energetyki” czyli modernizację kotła OP-140 w CSP, kompletne portfolio lizawek solnych i nowe rejestracje ŚOR.

Projekty energetyczne niskoemisyjne ma wspierać instalacja ITPOE z Remondis (ESPI z lutego 2020, instalacja możliwa w 2026 roku) realizowaną przez partnera (brak nakładów kapitałowych Ciech), a także źródła gazowe z relatywnie niewielkim zaangażowaniem kapitałowym Ciech.

Kluczowe projekty inwestycyjne

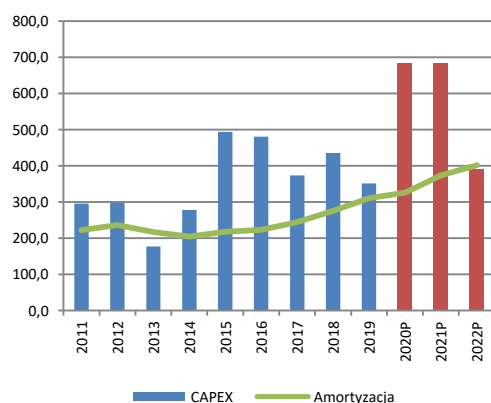
	Sól warzona w SDC	DCB w CSP*	Soda oczyszczona w SDC	Energetyka w CSP	RAZEM
Zdolności kT	450	0	50		500
Budżet MPLN	630	0	100	300	1 030
Wydano <2020 roku	103	0	100	0	203
Do wydania 2020-2021	527	0	0	300	827
Koniec					
spółka	2Q'21		1H'19	2021	
BDM	2H'21		2H'20	2021	
Oczekiwane efekty: docelowa roczna EBITDA MPLN					
spółka	113		?	0	113
BDM	80		22	0	103

Źródło: DM BDM, spółka. *- inwestycja przedstawiona na konferencji po 1Q'19, obecnie zarząd nie komunikuje tego projektu.

Uwzględniając wszystkie projekty rozwojowe, odtworzeniowe czy R&D (rejestracje ŚOR) w latach 2020-2021 oczekujemy nakładów inwestycyjnych na poziomie 1,36 mld PLN, z czego ok. 680 mln PLN w 2020 i podobnie w 2021 roku. Kalkulujemy w tym tylko ok. 80 mln PLN CAPEX'u odtworzeniowego rocznie (nie licząc energetyki), przy czym w ostatnich latach wynosił on średnio 120 mln PLN rocznie, a spółka wyraźnie zwiększyła nakłady w tym obszarze za kadencji obecnego zarządu.

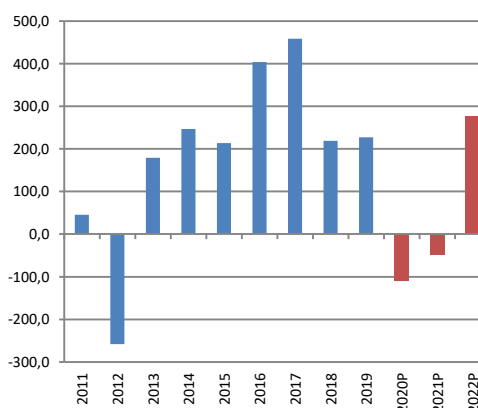
Szacujemy, że projekty rozwojowe wygenerują docelowo >100 mln PLN EBITDA od 2023 roku (dojście projektu solnego 3 lata, sody oczyszczonej 2 lata). Przy okazji aktualizacji budżetu największej inwestycji 03.04.2020 roku zarząd informował o docelowej EBITDA projektu ok. 25 mln EUR (>110 mln PLN). Tym samym nasze założenia traktujemy jako konserwatywne. Widzimy natomiast pole do wzrostu nakładów strictly odtworzeniowych/środowiskowych.

CAPEX i amortyzacja 2011-2022P [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

EBITDA-CAPEX 2011-2022P [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka. Prognozy własne

EUROPEJSKI ZIELONY ŁAD (ETS IV, ENERGOCHŁONNI, CBAM)

W grudniu 2019 roku zaprezentowano Europejski Zielony Ład, którego nadrzędnym celem jest neutralność klimatyczna do 2050 roku. W efekcie KE podejmuje obecnie wiele działań, które będą miały wyraźny wpływ na emisyjność unijnych gospodarek w tym działalność Ciechu.

Oprócz niewątpliwie kosztów obniżenia emisji (mniejszy przydział bezpłatnych praw CO₂ i ich rosnąca cena) spółka może być beneficjentem programów pomocowych, czego nie zakładamy w swoich analizach. UE zapewni bowiem wsparcie finansowe i pomoc techniczną dla państw, które najbardziej odczuwają skutki przejścia na gospodarkę ekologiczną. Służyć temu będzie mechanizm sprawiedliwej transformacji (100 mld EUR w latach 2021-2027).

W maju '20 przewodniczący PE Charles Michel podkreślił że transformacja UE w kierunku neutralności klimatycznej będzie odgrywać centralną rolę w odbudowie po kryzysie COVID-19.

ETS IV

Fabryki spółki uczestniczą w systemie handlu emisjami ETS. Szacujemy, że rocznie deficyt uprawnień emisyjnych sięga ok. 1,1 mln ton w skali grupy. Obecne ceny uprawnień emisyjnych wzrosły ze średniego poziomu 5,8 EUR/EUA w '17 do 25-30 EUR/EUA. W 2020 roku wygeneruje to koszty rzędu 100 mln PLN w 2020 roku i ok. 200 mln PLN od 2021 roku (ETS IV) przy obciążeniu o ok. 50% przedziałem bezpłatnych praw (konserwatywne podejście). Wg informacji ze spółek (Ciech, Grupa Azoty) możliwy jest niższy przydział o zaledwie 10-20%, co miałoby pozytywny wpływ na nasze prognozy. Decyzji ws. ETS IV należy spodziewać się na początku 2021 roku.

W październiku 2020 PE przegłosował cel redukcji CO₂ do 2030 roku (vs 1990 rok) rzędu 60% vs 40% wcześniej (wrześniowe informacje mówiły o 55%), co ma przyczynić się do osiągnięcia celu neutralności klimatycznej do 2050 roku. Pojawiające się analizy KE przy celu 55% w 2030 roku sugerowały wzrost cen uprawnień do nawet 60 EUR/t, czego nie zakładamy.

Wsparcie dla przemysłu energochłonnego po nowych wytycznych KE z września 2020

Dn. 19.07.2019 została przyjęta ustawa o systemie rekompensat dla sektorów energochłonnych. Maksymalny budżet przeznaczany na wypłatę rekompensat za dany rok wyznaczany jest jako 25% dochodów z aukcji uprawnień do emisji uzyskanych w roku poprzednim i na 2020 rok (rekompensaty za 2019 rok) jest to 890 mln PLN.

Spółka w ramach mechanizmu wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych za 2019 rok otrzymała ok. 10,6 mln PLN, co zostanie uwzględnione w wynikach za 3Q'20.

W związku z brakiem określonego celu przeznaczenia 275 mln uprawnień do emisji CO₂ jakie przyznano Polsce po 2020 roku i tym samym z ryzykiem zagrożenia budżetu ustawy (25% środków ze sprzedaży CO₂) nie zakładamy dalszych wpływów z tego tytułu po 2021 roku, co jest założeniem konserwatywnym.

Dn. 21.09. KE przyjęła nowe wytyczne w sprawie niektórych środków pomocy państwa w kontekście ETS IV. Chodzi gł. o mechanizm rekompensowania wzrostu pośrednich kosztów CO₂ (tzw. ustawa Emilewicz), z którego Ciech będzie korzystał w latach 2020-2021 odpowiednio za 2019-2020 rok (za 2019 w 3Q'20 spółka rozliczy wsparcie rzędu ok. 10,6 mln PLN). KE poinformowała, że w oparciu o obiektywną metodologię uznała, że do pomocy kwalifikuje się 10 sektorów i 20 podsektorów. Do tej pory było to 14 sektorów i 7 podsektorów. Z wykazu wypadł za to sektor nawozowy, chemikaliów o pochodzeniu organicznym, wydobywanie rudy żelaza, górnictwo chemikaliów i materiałów nawozowych oraz produkcja bezszwowych rur i przewodów. Tym samym polski system rekompensat dla przemysłu energochłonnego będzie musiał zostać dostosowany do nowych Wytycznych Komisji Europejskiej. Budżet na 2021 rok (ok. 1 mld PLN) jak i zasady pozostają niezmienione. Niemniej na liście pozostał sektor chemii nieorganicznej (węglan sodu, którego spółka jest producentem), więc Ciech będzie dalej mógł korzystać ze wsparcia po nowelizacji. Otrzymanie rekompensat będzie wymagało jednak spełnienia wielu warunków (m.in. audyt energetyczny czy inwestycje min. 50% rekompensat w projekty niskoemisyjne). Intensywność pomocy spada z 85 proc. do stałej stawki 75 proc. - tyle kosztów pośrednich ETS mogą pokryć państwa. Wytyczne wejdą w życie 1 stycznia 2021 r. i będą stosowane w latach 2021-2030.

Podatek graniczny (CBAM)

W dniu 22 lipca 2020 r. KE rozpoczęła konsultacje społeczne w sprawie inicjatywy, której celem jest utworzenie mechanizmu dostosowywania cen na granicach z uwzględnieniem emisji CO₂ czyli tzw. podatek graniczny (CBAM). Konsultacje mają zakończyć się 28.10.20. Mechanizm ma chronić unijnych producentów i zapobiegać tzw. ucieczce emisji, co mogłoby skompensować koszty ETS. Nie jest jednak jasne, jakie sektory/produkty obejmie.

STRATEGIA

W listopadzie 2014 roku RN podjęła uchwałę zatwierdzającą przedstawioną przez Zarząd strategię spółki na lata 2014-2019. Kluczowe założenia zostały zrealizowane z nawiązką.

Dnia 05.12.2018 RN zatwierdziła przedstawioną przez zarząd strategię spółki na lata 2019-2020. Strategia przewiduje rozwój Grupy CIECH w kierunku budowy bardziej efektywnego i zdywersyfikowanego holdingu chemicznego, generującego pozytywną wartość dla akcjonariuszy.

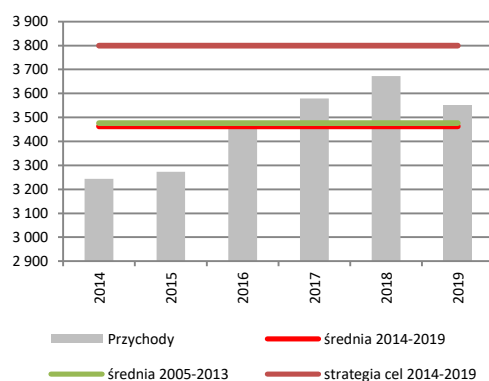
Strategia 2014-2019

Na lata 2014-2019 celem strategicznym była maksymalizacja wartości grupy głównie przez rozwój w segmencie sodowym. Strategia zakładała osiągnięcie następujących celów finansowych (2014-2019):

- średnioroczne przychody ze sprzedaży ok. 3,8 mld PLN;
- średnioroczna EBITDA znormalizowana ok. 660 mln PLN;
- średnioroczna marża EBITDA znormalizowana 17%;
- spadek wskaźnika DN/EBITDA poniżej 1,0x w 2019 roku;
- średnioroczna stopa dywidendy na poziomie 3%.

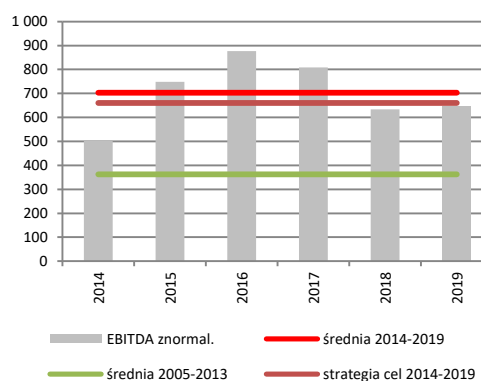
W latach 2014-2019 strategia została zrealizowana z nawiązką. Średnioroczna EBITDA w tym okresie wyniosła ok. 703 mln PLN, przychody 3,5 mld PLN (poniżej założeń), co dało marżę ponad 20%. DN/EBITDA na koniec 2019 wynosił 2,6x. Spółka wypłaciła w tym czasie >600 mln PLN dywidendy i dokonała przejęcia (Proplan) za 160 mln PLN (potencjał >20 mln PLN EBITDA).

Przychody BDM vs cel w strategii [mln PLN]



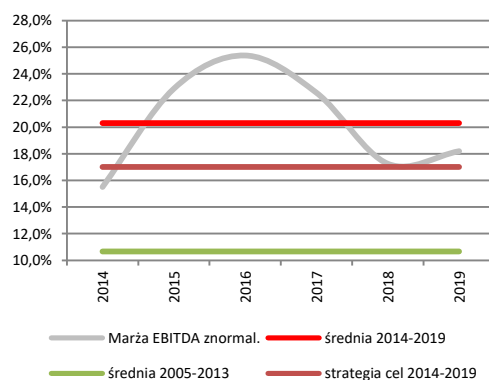
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

EBITDA BDM vs cel w strategii [mln PLN]



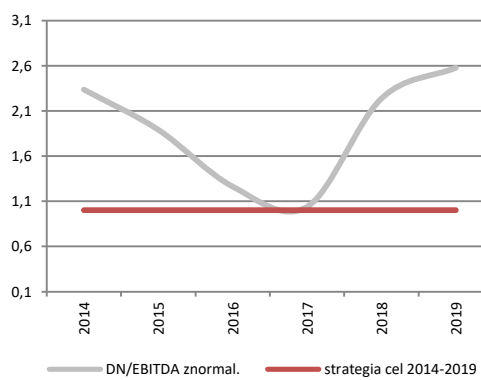
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

Marża EBITDA BDM vs cel w strategii



Źródło: DM BDM S.A., spółka.

DN/EBITDA BDM vs cel w strategii



Źródło: DM BDM S.A., spółka.

Strategia 2019-2021

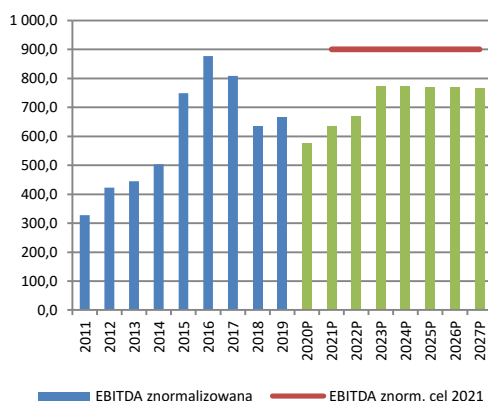
Dn. 05.12.2018 spółka opublikowała strategię na lata 2019-2021. Gł. cele finansowe w 2021 roku to:

- przychody ze sprzedaży >4 mld PLN;
- znormalizowana EBITDA >900 mln PLN;
- znormalizowana marża EBITDA >22%;

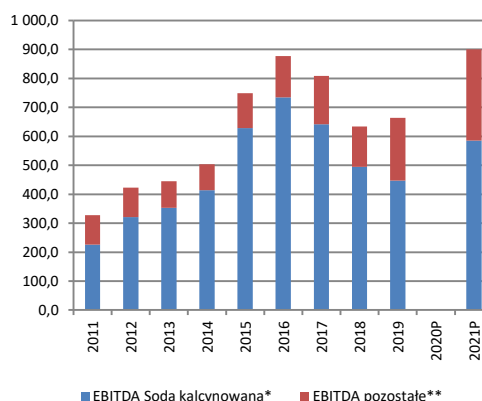
Gł. cele finansowe strategii vs historyczne wyniki i konsensus prognoz [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Przychody	4 174,5	4 378,0	3 501,0	3 243,9	3 273,0	3 455,3	3 579,4	3 672,7	3 548,9		4 000
EBITDA znorm.	328,0	423,0	445,0	503,0	749,0	876,8	808,1	633,5	663,3		900
Marża znorm.	7,9%	9,7%	12,7%	15,5%	22,9%	25,4%	22,6%	17,2%	18,7%		22%
EBITDA BDM									574,8	635,0	
EBITDA konsensus*									603,6	657,3	
EBITDA cel spółki											900
vs BDM										41,7%	
vs konsensus*										36,9%	

Źródło: BDM, spółka, *- Bloomberg

Znormalizowana EBITDA vs cel strategiczny [MPLN]

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Struktura EBITDA vs cel strategiczny [MPLN]

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. *- znorm. EBITDA s. sodowego po wyłączeniu biznesu solnego. **- łącznie z f. korporacyjnymi.

Główne cele finansowe są ok. 40% wyższe od naszych oczekiwań i konsensusu na poziomie EBITDA w 2021 (w swoich RA nigdy nie osiągnęliśmy poziomu 900 mln PLN EBITDA). Wskazujemy, że gł. kontynuatorem do EBITDA spółki w 2021 roku miał być projekt soli warzonej, o którym zarząd informował na konferencji po 1Q'20 (28.05.2020), że jest opóźniony przez COVID-19. Szacujemy, że dotychczas spółka wydała na niego zaledwie ok. 110 mln PLN (do 1Q'20, w samym 1Q'20, gdzie wpływ pandemii był pomijalny tylko 60 mln PLN) z budżetu sięgającego 630 mln PLN (zaktualizowany ze 100 mln EUR do ok. 140 mln EUR ESPI z 03.04.2020).

Na konferencji po wynikach 1Q'20 (28.05.2020) zarząd sugerował, że dyskutował o zmianie celów strategicznych, ale z uwagi na dużą zmienność rynkową nie zdecydował się na nowe projekcje. Podobne stanowisko podtrzymał na konferencji po 2Q'20 (09.09.2020).

PROGRAM MOTYWACYJNY

W lutym'19 RN zatwierdziła trzyletni długoterminowy program motywacyjny na lata 2019-2021 dla kluczowej kadry menadżerskiej Grupy Ciech. Głównym kryterium uprawniającym do realizacji Planu będzie wypracowanie przez Grupę Ciech w latach 2019-21 wzrostu „wartości” na poziomie co najmniej 11% roku bazowego tj. 2018. Wypracowana Wartość zostanie policzona jako różnica wartości Ciech w 2021 rok a rokiem bazowym. „Wartość” będzie mierzona tzw. wskaźnikiem TSR (Total Shareholder Return) uwzględniającym między innymi:

- EBITDA znormalizowaną;
- założony mnożnik dla EBITDA znormalizowanej;
- skonsolidowane zadłużenie netto;
- wartość wypłaconych dywidend;
- wpływy/wypływy gotówki wynikające z emisji/umorzenia akcji;

W przypadku osiągnięcia „wartości” na poziomie minimum 11% roku bazowego utworzona zostanie pula premiowa w wysokości równej 12% „wartości”. Wpłata puli premiowej nastąpi w latach 2022-2024, w równej części w każdym roku.

Pula premii wynosi 12% ze zrealizowanego wzrostu wskaźnika TSR 2021 vs 2018, przy czym wzrost ten musi sięgnąć min. 11%- wówczas minimalna pula 26,8 mln PLN premii 2022-2024, wskaźnik TSR w decydującym stopniu zależy od przyjętego mnożnika EBITDA, którego nie znamy.

W 2Q'19 spółka zawiązała 10 mln PLN rezerwy na program motywacyjny. W 1Q'20 było to ok. 3,9 mln PLN i kolejne 5 mln PLN w 2Q'20. Łączny, zdyskontowany koszt programu na 2Q'20 wynosił 23 mln PLN. Kolejne rezerwy mogą być zawiązywane w najbliższych kwartałach.

Obecnie realizacja programu motywacyjnego wydaje się nieosiągalna lub mało realna (nie znamy parametru EV/EBITDA). Zwracamy uwagę, iż przy przyjętym mnożniku 6,0x realizacja programu będzie możliwa przy EBITDA >850 mln PLN czyli poziomie zbliżonym do celu strategicznego. Z kolei przy mnożniku takim jak w momencie ustalania PM czyli 7,3x, EBITDA powinna wynosić >710 mln PLN. Tym samym spółka powinna rozwiązywać rezerwy na PM w 2021 roku, czego nie zakładamy (obecnie to ok. 15 mln PLN).

Założenia programu motywacyjnego vs BDM [MPLN]

	2018	2021P BDM	zmiana
EBITDA znorm.	633,5	635,0	0,2%
mnożnik z dnia PM (26.02.19)*	7,3	7,3	
estymowany mnożnik EBITDA BDM przy bieżącym kursie**	4,5	5,5	
dług netto	1 464,1	1 750,1	19,5%
dywidendy cum ('19-'21)		0,0	
operacje kapitałowe cum			
TSR	3 162	2 887	-8,7%
TSR program motyw.			11%
Pula premii			0
Pula premii rocznie ('22-'24)			0

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne. *- przy ówczesnym kursie akcji 60 PLN/akcje; **- (bieżąca MC +prognozowany dług netto)/EBITDA. Zarząd na konferencji po 4Q'18 informował, że wskaźnik przyjęty jest „na poziomie eksperckim”.

SKUP AKCJI WŁASNYCH

Dn. 21.05.2020 ZWZ spółki upoważniło zarząd do nabywania akcji własnych od jednego lub większej liczby akcjonariuszy spółki. Nabyte akcje mogą zostać:

- umorzone;
- odsprzedane;
- wykorzystane do nabycia bądź wymiany udziałów w innych spółkach;

Łączna liczba nabywanych akcji nie może przekroczyć 7,7 mln szt. (14,61% kapitału). Cena będzie przedziale 1-45 PLN/szt. Upoważnienie obejmuje okres 2 lat od uchwały ZWZ. Ewentualne odsprzedanie akcji własnych nie może być zrealizowane po cenie niższej niż nabycie.

Spółka utworzyła na ten cel kapitał rezerwowy w kwocie 346,5 mln PLN

Notowania Ciech w ostatnim roku- daily



Źródło: Bloomberg

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW NA LATA 2020-2022

Nasze prognozy na 2020 rok zostały obniżone o ok. 7%, co wynika gł. ze sprzedaży spółki Ciech Żywiec (od 2Q'20 w działalności zaniechanej, utrata ok. 15 mln PLN EBITDA) i z bardziej konserwatywnego podejścia do wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej w 2H'20 (spadek zamiast wzrostów po słabym 2Q'20). Dodatkowo przez odbicie na rynkach surowcowych efekt ten nie będzie tak sprzyjający dla spółki jak zakładaliśmy w czerwcu, a finalnie przyznana rekompensata wzrostów pośrednich kosztów CO2 to ok. 11 mln PLN, jak informowała spółka w raporcie za 2Q'20 (rozliczenie 3Q'20), zamiast ok. 29 mln PLN zakładane w 4Q'20. Z drugiej strony, mimo braku biznesu żywic, podwyższyliśmy prognozy dla segmentu organicznego wskutek potencjalnie dobrych wyników pianek PUR w 2H'20 („odroczone” popyt po słabym 2Q'20) i przedsezonowej sprzedaży ŚOR w 4Q'20 (podobnie jak w sezonie 2018, rok temu spółka nie realizowała przedsezonowej sprzedaży).

Również na 2021 rok podeszliśmy ostrożniej do wolumenów sprzedaży sody kalcynowanej, choć uważamy, iż powinny one wrócić do poziomów sprzed pandemii. Skorygowaliśmy również potencjalne rekompensaty wzrostów pośrednich kosztów CO2 (ok. 17 mln PLN zamiast 45 mln PLN zakładanych wcześniej), ale uwzględniliśmy ok. 45 mln PLN PPO w związku z przyznaniem 403 tys. ton bezpłatnych praw do emisji CO2 dla Govory, o czym spółka informowała w prezentacji za 2Q'20. Z drugiej strony obniżenie wyników Organiki to efekt sprzedaży działalności w obszarze żywic.

Zmiana prognoz wyników finansowych na lata 2020-2022 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 234	3 070	-5%	3 494	3 169	-9%	3 767	3 387	-10%
segment sodowy	2 081	2 034	-2%	2 109	2 093	-1%	2 309	2 301	0%
segment organiczny	850	732	-14%	1 063	763	-28%	1 133	771	-32%
segment krzemiany	242	236	-3%	261	245	-6%	263	248	-6%
Zysk brutto ze sprzedaży	856	686	-20%	1 053	843	-20%	1 171	934	-20%
segment sodowy	636	565	-11%	694	690	-1%	788	776	-1%
segment organiczny	94	126	34%	187	153	-18%	223	170	-24%
segment krzemiany	54	51	-6%	58	50	-14%	56	46	-17%
EBITDA znormalizowana	618	576	-7%	622	573	-8%	699	667	-5%
EBITDA	621	575	-7%	622	635	2%	699	667	-5%
segment sodowy	585	526	-10%	523	546	5%	575	569	-1%
segment organiczny	56	70	24%	100	87	-13%	133	105	-21%
segment krzemiany	27	29	7%	37	32	-13%	36	30	-17%
EBIT	299	249	-16%	255	262	3%	298	265	-11%
segment sodowy	358	300	-16%	264	278	5%	292	280	-4%
segment organiczny	13	33	142%	50	45	-11%	78	60	-23%
segment krzemiany	9	10	9%	15	10	-39%	13	6	-57%
Zysk netto	181	108	-41%	159	163	3%	167	142	-15%

Źródło: BDM S.A., *- prognozy z 10.06.2020

ZAŁOŻENIA NA LATA 2020-2029

Wolumen sprzedaży [tys. ton]

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Sprzedaż tys. ton												
Soda	2 272	2 095	1 720	1 815	1 881	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948	1 948
Polska	1 292	1 285	1 225	1 305	1 341	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378	1 378
Niemcy	540	535	495	510	540	570	570	570	570	570	570	570
Rumunia	440	275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Żywice	22	19	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki ochrony roślin	11	11	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Krzemiany	200	200	193	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Produkty szklane	63	63	62	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Zmiana r/r												
Soda	-0,8%	-7,8%	-17,9%	5,5%	3,7%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Polska	-0,6%	-0,5%	-4,7%	6,5%	2,8%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niemcy	-2,0%	-0,9%	-7,5%	3,0%	5,9%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rumunia	0,0%	-37,5%	-100,0%									
Żywice	-10,5%	-12,9%	-76,4%	-100,0%								
Środki ochrony roślin	0,9%	-7,9%	21,9%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krzemiany	16,6%	0,0%	-3,3%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkty szklane	2,4%	0,0%	-2,4%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych produktów

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Soda kalcynowana [EUR/t]	224	239	244	234	239	246	246	246	246	246	246	246
Żywice epoksydowe [EUR/t]	2 311	2 406	1 905	1 871	1 946	1 991	2 022	2 066	2 108	2 152	2 197	2 197
Żywice poliestrowe [EUR/t]	1 815	1 695	1 207	1 185	1 232	1 261	1 280	1 308	1 335	1 363	1 391	1 391
Pianki PUR [EUR/t]	3 753	3 219	3 080	3 167	3 197	3 215	3 227	3 245	3 261	3 278	3 295	3 295
Zmiana r/r												
Soda kalcynowana	-2,0%	6,7%	2,0%	-4,0%	2,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Żywice epoksydowe	15,3%	4,1%	-20,8%	-1,8%	4,0%	2,3%	1,5%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	0,0%
Żywice poliestrowe	17,4%	-6,7%	-28,8%	-1,8%	4,0%	2,3%	1,5%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	0,0%
Pianki PUR	1,3%	-14,2%	-4,3%	2,8%	1,0%	0,6%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Ceny benchmarkowych surowców

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Węgiel energetyczny [PLN/t]	294	312	353	317	302	302	302	302	302	302	302	302
Koks [USD/t]	394	323	244	288	288	288	288	288	288	288	288	288
Antracyt [USD/t]	139	131	129	130	130	130	130	130	130	130	130	131
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	71	64	43	44	46	48	49	50	51	52	53	53
Gaz ziemny Niemcy [EUR/MWh]	23	14	9	18	20	20	20	20	20	20	20	20
Gaz ziemny taryfa PL [PLN/1000m3]	1 238	1 119	847	911	1 009	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030
EPI [EUR/t]	1 628	1 701	1 264	1 241	1 291	1 322	1 342	1 371	1 399	1 428	1 458	1 458
Zmiana r/r												
Węgiel energetyczny	16,4%	6,2%	13,0%	-10,0%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koks	29,8%	-17,9%	-24,5%	18,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antracyt	16,6%	-5,6%	-1,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%
Ropa naftowa	29,6%	-10,1%	-33,3%	2,3%	5,4%	3,5%	2,6%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	0,0%
Gaz ziemny Niemcy	30,2%	-37,8%	-33,9%	91,5%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gaz ziemny PL	27,1%	-9,6%	-24,3%	7,5%	10,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPI	34,0%	4,5%	-25,7%	-1,8%	4,0%	2,3%	1,5%	2,2%	2,0%	2,1%	2,1%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

Średnie kursy walut

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EUR/PLN	4,27	4,30	4,44	4,52	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53
USD/PLN	3,64	3,84	3,91	3,81	3,77	3,73	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69	3,69
Zmiana r/r												
EUR/PLN	0,3%	0,6%	3,4%	1,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USD/PLN	-3,6%	5,4%	1,8%	-2,4%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	3 549,6	3 734,2	4 091,7	4 273,5	4 231,0	4 240,4	4 247,7	4 253,3	4 257,6	4 260,7	4 263,0	4 264,3
Wartości niematerialne i prawne	458,2	486,5	482,3	478,9	476,8	475,6	474,6	473,6	472,7	471,9	471,3	470,6
Rzeczowe aktywa trwałe	2 857,2	2 891,2	3 252,9	3 438,0	3 397,7	3 408,3	3 416,6	3 423,2	3 428,3	3 432,3	3 435,2	3 437,2
Aktywa obrotowe	1 272,6	1 312,3	1 482,0	1 165,8	1 358,9	1 388,7	1 351,8	1 322,0	1 312,0	1 310,3	1 358,0	1 411,8
Zapasy	438,5	455,7	388,7	406,9	435,0	458,8	460,1	461,5	462,9	464,4	465,9	467,2
Należności krótkoterminowe	611,3	538,9	459,7	481,2	514,4	542,5	544,1	545,7	547,4	549,2	550,9	552,4
Inwestycje krótkoterminowe	222,8	317,7	633,5	277,7	409,5	387,3	347,6	314,8	301,6	296,8	341,3	392,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	192,1	299,6	615,5	259,6	391,5	369,3	329,6	296,7	283,6	278,7	323,2	374,1
Aktywa razem	4 822,1	5 046,4	5 573,6	5 439,2	5 589,9	5 629,0	5 599,5	5 575,3	5 569,6	5 571,1	5 621,0	5 676,1
Kapitał (fundusz) własny	1 898,8	1 978,2	2 086,0	2 249,5	2 391,8	2 583,0	2 750,8	2 919,7	3 091,1	3 264,9	3 441,9	3 624,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6	287,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8	470,8
Niepodzielony wynik finansowy	1 014,4	1 126,5	1 244,2	1 352,0	1 515,4	1 615,1	1 778,8	1 945,4	2 113,6	2 284,0	2 456,8	2 632,5
Zysk (strata) netto	112,0	117,7	107,8	163,5	142,3	233,9	238,0	240,3	243,4	246,8	251,0	257,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 923,0	3 069,2	3 489,3	3 191,4	3 199,8	3 047,7	2 850,4	2 657,3	2 480,2	2 307,9	2 180,9	2 053,5
Rezerwy na zobowiązania	339,7	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5	288,5
Zobowiązania długoterminowe	1 471,0	1 773,8	1 759,5	1 425,0	376,9	306,9	236,9	171,0	121,0	75,8	75,8	75,8
-oprocentowane	1 340,7	1 583,8	1 589,4	1 275,0	246,9	196,9	146,9	96,9	46,9	1,6	1,6	1,6
Zobowiązania krótkoterminowe	1 112,3	1 006,8	1 441,3	1 477,8	2 534,4	2 452,3	2 324,9	2 197,7	2 070,6	1 943,5	1 816,5	1 689,1
-oprocentowane	291,9	61,6	658,9	658,9	1 658,9	1 528,9	1 398,9	1 268,9	1 138,9	1 008,9	878,9	748,9
Pasywa razem	4 822,1	5 046,4	5 573,6	5 439,2	5 589,9	5 629,0	5 599,5	5 575,3	5 569,6	5 571,1	5 621,0	5 676,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży	3 672,7	3 548,9	3 027,3	3 168,8	3 387,5	3 572,9	3 583,1	3 593,9	3 605,1	3 616,4	3 627,9	3 638,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 909,2	2 767,2	2 341,7	2 325,8	2 453,6	2 510,6	2 517,1	2 526,1	2 534,8	2 543,6	2 552,3	2 557,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	763,4	781,7	685,6	842,9	933,9	1 062,3	1 066,0	1 067,8	1 070,3	1 072,9	1 075,6	1 080,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	416,7	452,8	358,9	451,6	476,8	498,9	504,3	509,9	515,6	521,4	527,3	533,1
Zysk (strata) na sprzedaży	346,7	328,9	326,7	391,3	457,1	563,4	561,7	557,9	554,7	551,5	548,4	547,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	32,5	-61,4	-77,2	-129,6	-192,0	-192,0	-192,0	-192,0	-192,0	-192,0	-192,0	-192,0
EBITDA	654,3	578,0	574,8	635,0	667,0	773,1	772,8	770,2	767,8	765,2	762,5	762,0
EBIT	379,2	267,5	249,5	261,7	265,1	371,3	369,6	365,9	362,7	359,4	356,3	355,6
Saldo działalności finansowej	-74,7	-85,1	-76,9	-55,0	-85,2	-75,5	-68,6	-61,9	-54,8	-47,2	-38,8	-29,6
Zysk (strata) brutto	305,0	183,5	172,8	206,9	180,1	296,1	301,2	304,2	308,1	312,5	317,7	326,3
Zysk (strata) netto	112,0	117,7	107,8	163,5	142,3	233,9	238,0	240,3	243,4	246,8	251,0	257,8

CF [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	453,9	531,9	430,9	521,3	530,4	621,0	631,3	635,9	640,5	644,8	648,7	654,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-626,7	-407,3	-669,9	-542,7	-350,5	-400,5	-400,9	-401,4	-401,6	-401,3	-400,2	-398,1
Przepływy z działalności finansowej	-125,1	-17,2	554,9	-334,4	-48,1	-242,7	-270,2	-267,3	-252,1	-248,3	-204,1	-205,3
Przepływy pieniężne netto	-297,8	107,3	315,9	-355,8	131,8	-22,2	-39,7	-32,8	-13,2	-4,8	44,5	50,9
Środki pieniężne na początek okresu	489,8	192,1	299,6	615,5	259,6	391,5	369,3	329,6	296,7	283,6	278,7	323,2
Środki pieniężne na koniec okresu	192,1	299,6	615,5	259,6	391,5	369,3	329,6	296,7	283,6	278,7	323,2	374,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-3%	-15%	5%	7%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-12%	-1%	10%	5%	16%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	-29%	-7%	5%	1%	40%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	5%	-8%	52%	-13%	64%	2%	1%	1%	1%	2%	3%
Marża brutto na sprzedaży	22%	23%	27%	28%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Marża EBITDA	16%	19%	20%	20%	22%	22%	21%	21%	21%	21%	21%
Marża EBIT	8%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	5%	6%	7%	5%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Marża netto	3%	4%	5%	4%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
COGS / przychody	78%	77%	73%	72%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
SG&A / przychody	13%	12%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	15%	15%
SG&A / COGS	16%	15%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	21%	21%
ROE	6%	5%	7%	6%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	7%
ROA	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
Dług	1 789,3	2 344,2	2 009,8	1 961,6	1 761,6	1 561,6	1 365,8	1 185,8	1 010,5	880,5	750,5
D / (D+E)	33%	40%	36%	34%	31%	28%	24%	21%	18%	16%	13%
D / E	50%	68%	55%	52%	44%	38%	32%	27%	22%	19%	15%
Odsetki / EBIT	-32%	-31%	-21%	-32%	-20%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-8%
Dług / kapitał własny	90%	112%	89%	82%	68%	57%	47%	38%	31%	26%	21%
Dług netto	1 489,8	1 728,7	1 750,1	1 570,2	1 392,4	1 232,1	1 069,0	902,2	731,8	557,3	376,4
Dług netto / kapitał własny	75%	83%	78%	66%	54%	45%	37%	29%	22%	16%	10%
Dług netto / EBITDA	2,6	3,0	2,8	2,4	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,7	0,5
Dług netto / EBIT	557%	693%	669%	592%	375%	333%	292%	249%	204%	156%	106%
EV	2 899,5	3 138,5	3 159,9	2 979,9	2 802,1	2 641,8	2 478,7	2 311,9	2 141,5	1 967,0	1 786,1
Dług / EV	62%	75%	64%	66%	63%	59%	55%	51%	47%	45%	42%
CAPEX / Przychody	10%	23%	22%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
CAPEX / Amortyzacja	113%	210%	183%	97%	102%	102%	101%	101%	101%	101%	100%
Amortyzacja / Przychody	8%	11%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Zmiana KO / Przychody	-3%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	93%	16%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	12,0	13,1	8,6	9,9	6,0	5,9	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5
P/BV*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/CE*	3,3	3,3	2,6	2,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA*	5,0	5,5	5,0	4,5	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,3
EV/EBIT*	10,8	12,6	12,1	11,2	7,5	7,1	6,8	6,4	6,0	5,5	5,0
EV/S*	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
BVPS	37,5	39,6	42,7	45,4	49,0	52,2	55,4	58,6	61,9	65,3	68,7
EPS	2,2	2,0	3,1	2,7	4,4	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8	4,9
CEPS	8,1	8,2	10,2	10,3	12,1	12,2	12,2	12,3	12,4	12,5	12,6
FCFPS	-2,2	0,4	4,6	5,3	5,4	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 26,75 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	33,2	Redukuj	32,3	12.10.2020	07:00 CEST	26,75	49 191,1
Redukuj	32,3	Akumuluj	46,7	10.06.2020	08:00 CEST	34,9	51 289,5
Akumuluj	46,7	Kupuj	61,1	07.06.2019	12:20 CEST	41,5	58 614,6
Kupuj	61,1	Kupuj	64,5	11.12.2018	8:16 CEST	45,5	57 385,1
Kupuj	64,5	Kupuj	61,1*	24.08.2018	10:22 CEST	52,6	59 965,6
Kupuj	68,6	Akumuluj	82,4	11.12.2017	14:22 CEST	53,5	62 323,1
Akumuluj	82,4	Akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59 CEST	74,0	59 472,8
Akumuluj	73,5	Redukuj	43,2	08.06.2016		62,0	46 276,5
Redukuj	43,2	Sprzedaj	25,4	19.02.2015		48,6	52 518,0
Sprzedaj	25,4	Sprzedaj	19,9	12.02.2014		33,0	52 503,0
Sprzedaj	19,9	Redukuj	20,4	09.07.2013		24,4	44 342,2
Redukuj	20,4	Trzymaj	17,7	04.01.2013		24,3	47 825,0
Trzymaj	17,7	Akumuluj	18,4	17.08.2012		17,5	42 152,3
Akumuluj	18,4	Trzymaj	16,9	11.04.2012		15,6	40 215,0
Trzymaj	16,9	-	-	12.01.2012		17,7	38 062,9

*- po DIV 7,5 PLN/akcję

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'20*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywny stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.10.2020 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.10.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 09.10.2020 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.