

poniedziałek, 31 marca 2014 | aktualizacja raportu

Ciech: kupuj (podwyższona)

CIE PW; CIEP.WA | Chemia, Polska

Skala poprawy wyników może zaskoczyć

Ciech będzie w najbliższych latach zbierał owoce kosztowej i organizacyjnej restrukturyzacji, a dodatkowym elementem zwiększającym atrakcyjność inwestycyjną Spółki jest wprowadzony przez Zarząd wątek rozwojowy związany z prowadzonymi inwestycjami. W połączeniu z poprawą wskaźników zadłużenia i potencjałem refinansowania obligacji na lepszych warunkach powinno pozwolić to na domknięcie luki w wycenie Spółki w relacji do grupy porównawczej (około 15%). W naszej opinii Ciech jest w stanie pozytywnie zaskoczyć wynikami (prognozy 2014-16 13% powyżej konsensusu), a wciąż otwartą kwestią pozostaje potencjał dezinvestycji. Ogłoszone wezwanie jest szansą na pełną prywatyzację i intensyfikację procesu restrukturyzacji. Podnosimy naszą rekomendację do kupuj, wyceniając akcje Ciechu na 37,00 PLN (poprzednio 33,90 PLN).

Efekty restrukturyzacji i nowe inwestycje

Od tego roku w wynikach powinny być w pełni widoczne efekty optymalizacji zatrudnienia (łącznie z brakiem rezerw na odprawy koszty obniżą się o ponad 30 mln PLN). Wraz z zamknięciem deficytowych linii biznesowych oraz renegotiacją kontraktu gazowego (od 2015 roku zmniejszenie wydatków rzędu 50-60 mln PLN) zapewni to doskonały grunt pod monetyzację poprawiającego się obecnie otoczenia makro w sektorze sodowym (wyłączenia mocy w Europie, odbicie po stronie popytowej). Dodatkowo, inwestycje realizowane w latach 2014-16 (m.in. zwiększenie wolumenu sody o 200 tys. ton, intensyfikacja produkcji soli, nowe moce w żywicach i sodzie oczyszczonej) dołożą do strumienia EBITDA kolejne 100 mln PLN. W połączeniu z oczekiwanym spadkiem kosztów finansowych (brak odsetek leasingowych) implikuje to CAGR zysku netto w najbliższych 3 latach na poziomie 20%. Pozytywnym zaskoczeniem może być jeszcze refinansowanie zadłużenia (możliwość wykupu jednej transzy obligacji złotych w tym roku i euroobligacji pod koniec 2015), którego efektywne koszty sięgają obecnie ponad 10% w skali roku.

Wezwanie KI Chemisty

Do 25 kwietnia przyjmowane są zapisy w wezwaniu na 66% akcji Ciech, ogłoszonym przez KI Chemisty. Zaproponowana cena (29,5 PLN) jest 6% niższa od aktualnej ceny rynkowej, tak więc naszym zdaniem to raczej wstępna oferta dla obecnych akcjonariuszy i punkt wyjścia do negocjacji. Najtrudniejszy etap restrukturyzacji Ciech ma już za sobą i perspektywy wyników w najbliższych latach wyglądają obiecująco, co będzie stanowiło mocny argument aktualnych właścicieli akcji. Jeśli MSP ostatecznie odpowie na wezwanie (wydaje się jednak, że ze względów politycznych resort będzie oczekiwał premii do rynku) przed pozostałymi udziałowcami roztoczy się atrakcyjna wizja pełnej prywatyzacji (większa elastyczność w zakresie cięcia kosztów, nowe kierunki rozwoju), co może zachęcać do pozostania w akcjonariacie. Tym bardziej, że Ciech w portfelu KI powinien być głównym aktywem chemicznym i ryzyko późniejszych niekorzystnych dla mniejszościowych akcjonariuszy przekształceń kapitałowych (np. aport aktywów) oceniamy jako niewielkie.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	4 378,0	3 501,0	3 334,7	3 386,7	3 562,4
EBITDA	38,5	356,3	489,4	516,4	549,8
marża EBITDA	0,9%	10,2%	14,7%	15,2%	15,4%
EBIT	-198,2	139,7	270,2	288,4	317,1
Zysk netto	-430,6	49,4	111,3	128,8	160,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,98
P/E	-	34,1	15,2	13,1	10,5
P/CE	-	6,3	5,1	4,7	4,3
P/BV	1,9	1,9	1,6	1,5	1,3
EV/EBITDA	75,5	8,1	6,0	5,7	5,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%

Cena bieżąca	32,00 PLN
Cena docelowa	37,00 PLN
Kapitalizacja	1,66 mld PLN
Free float	1,00 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,87 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	38,72%
PZU OFE	9,20%
ING OFE	8,54%
Pozostali	43,54%

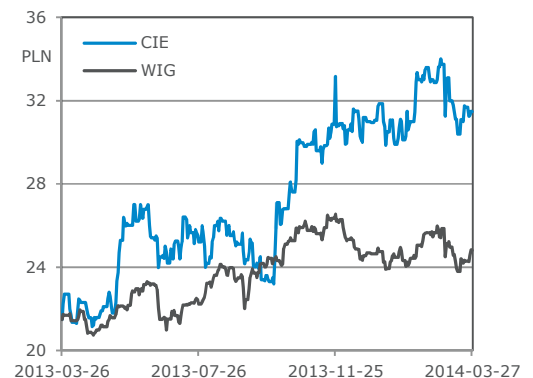
Strategia dotycząca sektora

W segmencie sodowym w tym roku obserwujemy wzrost cen z uwagi na ograniczenia po stronie podaży (zamknięcia kilku fabryk w Europie) oraz zwiększone zapotrzebowanie ze strony segmentu budowlanego i wytwórców detergentów. Poprawa mogłaby być nawet większa, gdyby nie trudna sytuacja producentów szkła dla motoryzacji, którzy pod koniec ubiegłego roku musieli ograniczyć zamówienia.

Profil spółki

Grupa Ciech jest jedną z największych firm chemicznych w Polsce. Podstawowe działy w znacznym stopniu zdywersyfikowanego portfela holdingu to segment sodowy (drugi gracz w Europie), organiczny (żywice) oraz agrochemiczny (środki ochrony roślin). Grupa posiada zakłady w Polsce, Niemczech i Rumunii.

Kurs akcji CIE na tle WIG



Analitik:

Kamil Kliszcz
+48 22 697 47 06
kamil.klischcz@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Ciech

rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2013-09-09	2013-11-05	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	24,34	30,00	33,10
WIG w dniu rekomendacji	46717,04	53989,37	52216,05

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszcz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigiel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl