

Ciech

Trzymaj, cena docelowa 23.3 PLN

Przeprowadzona emisja obligacji oraz wcześniejsza sprzedaż do spółki BASF wartości niematerialnych i prawnych związanych z produkcją TDI, to pilne i bardzo ważne posunięcia nowego zarządu spółki porządkujące sytuację w spółce i umożliwiające zachowanie płynności finansowej. W najbliższym czasie nie spodziewamy się dalszych spektakularnych działań. Obecnie zarząd będzie mógł się skoncentrować na restrukturyzacji, zarówno podstawowego biznesu sodowego, jak i spółek z pozostałych segmentów, które są potencjalnymi celami dezinvestycji.

Z dużym prawdopodobieństwem Ciech będzie w roku przyszłym jedyną polską giełdową spółką chemiczną odnotowującą poprawę wyników, zarówno na poziomie EBITDA oczyszczonej ze zdarzeń jednorazowych, jak i na poziomie raportowanych wyników, które w bieżącym roku są obciążone wysokimi jednorazowymi kosztami—w większości mającymi charakter jedynie księgowych zdarzeń jednorazowych. Za poprawą wyników będzie stała prawdopodobna podwyżka cen sody kalcynowanej na rynku europejskim, która może wynieść 5-7%. Kilkuprocentowa podwyżka jest sygnalizowana przez największego europejskiego producenta sody spółkę Solvay, który przy stosunkowo dobrej sytuacji popytowej w branżach będących istotnymi odbiorcami sody (szkło opakowaniowe, rynek detergentów), chce przenieść wzrost kosztów na ceny sody. Dla Ciechu zakładamy w 2013 roku wzrost cen sody o 4%. Wyniki powinno wspierać też podwyższenie mocy produkcyjnych w stabilnym i charakteryzującym się wysokimi rentownościami segmencie środków ochrony roślin. Dla Ciechu po zamknięciu instalacji TDI, właśnie te dwa segmenty będą odpowiadać za ponad 90% EBITDA spółki w najbliższych latach. Poza korzystną koniunkturą w najważniejszych segmentach wyniki wspierać będzie przeprowadzana restrukturyzacja kosztowa.

Najważniejszym zdarzeniem dla spółki w ostatnich tygodniach była emisja obligacji na kwotę około 1 340 mln PLN. Pozwala ona na refinansowanie całego obecnego zadłużenia spółki (kredyt konsorcjalny oraz zapadające grudniu obligacje o wartości 300 mln PLN). Finansowanie wykupu tych obligacji stanowiło zagrożenie dla płynności finansowej spółki, dlatego w tym kontekście emisja obligacji jest sukcesem. W jej ramach Ciech wyemitował pięcioletnie obligacje denominowane w złotych na kwotę 320 mln PLN z kuponem WIBOR + marża maksymalna na poziomie 500 pp. oraz siedmioletnie obligacje denominowane w euro na kwotę 245 mln EUR o kuponie 9.5%. Kupon obu serii obligacji jest wyższy od naszych oczekiwań o 0.5-1 pp. Pomimo to, koszt obsługi długu w roku przyszłym powinien być porównywalny z kosztem jaki spółka ponosiłaby, gdyby oparła finansowanie na istniejącym kredycie konsorcjalnym i mniejszej emisji obligacji.

Komunikaty spółki mówią jedynie o możliwości wcześniejszej spłaty obligacji w odniesieniu do połowy obligacji denominowanych w złotych. Sądzimy jednak, że także w przypadku obligacji denominowanych w euro spółka zagwarantowała sobie możliwość wcześniejszego wykupu. Byłoby to bardzo istotne w kontekście planów dezinvestycji. Wartość spółek przeznaczonych do sprzedaży szacujemy na poziomie nawet 570 mln PLN, dlatego w przypadku pełnego powodzenia procesu dezinvestycji Ciech byłby w stanie spłacić w najbliższych kilku latach nawet połowę obecnego zadłużenia.

Cena docelowa w horyzoncie 9-cio miesięcznym wyznaczona na bazie średniej ważonej z wyceny dochodowej i porównawczej oraz kosztu kapitału własnego wynosi 23.3 PLN. Oznacza to nieznaczne podwyższenie w porównaniu do ceny docelowej (22.4 mln PLN) z poprzedniej naszej rekomendacji. Ze względu na wyczerpanie się potencjału wzrostu kursu akcji do naszej wyceny, obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

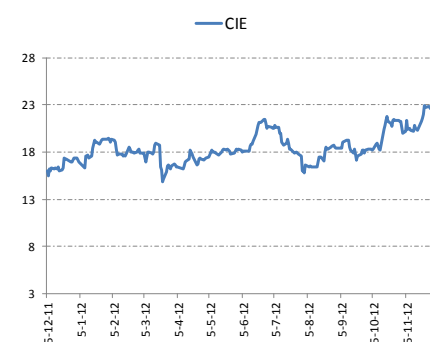
DANE FINANSOWE (SKONSOLIDOWANE)

mln PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody	3960,3	4174,5	4422,6	3994,4	4122,6	4208,6
EBIT	144,2	118,7	-180,8	226,5	247,3	248,1
EBITDA	382,0	340,8	54,1	447,3	466,0	465,5
EBITDA skor.	307,0	315	397,4	447,3	466,0	465,5
Zysk netto	20,5	1,5	-378,5	75,7	92,2	112,8
P/E	31,6	807,6	-3,2	16,1	13,2	10,8
EV/EBITDA	-	6,7	42,6	5,0	4,7	4,8
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	CIE
Sektor	Przemysł chem.
Kurs (PLN)	23,08
52 tyg. min/max (PLN)	14,76 / 23,59
Liczba akcji (mln szt.)	52,7
Kapitalizacja (mln PLN)	1216
Free float	61%
Śr. wolumen 1M (tys. PLN)	92,0



OPIS DZIAŁALNOŚCI

Spółka działa w zakresie produkcji i handlu chemikaliami. Głównym segmentem jest produkcja sody kalcynowanej w Polsce, Niemczech i w Rumunii. Ważnym segmentem są chemikalia organiczne (TDI, żywice, pianki PUR i środki ochrony roślin).

AKCJONARIAT

	% kap.	% głos.
Skarb Państwa	38,72%	38,72%
ING OFE	7,59%	7,59%
OFE PZU Złota Jesień	5,96%	5,96%

WAŻNE DATY

POPRIEDNIE REKOMENDACJE

Kupuj 25-01-2012 TP: 22.4 PLN

ANALITYK

Michał Buczyński

(48 22) 433-83-90

michal.buczynski@trigon.pl

Wycena

Wycena DCF

Założenia przyjęte do modelu DCF odnośnie podstawowych parametrów makroekonomicznych oraz cen i wolumenów sody kalkinowanej prezentujemy w tabeli poniżej.

Główne założenia do modelu wyceny Grupy Ciech

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
założenia ogólne												
Zmiana PKB (Polska)	4,2%	2,2%	1,5%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Średnioroczny kurs EUR/PLN	4,12	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18
założenia odnośnie segmentu sodowego												
Ceny sody kalkinowanej (Europa, EUR/t)	190	205	213	218	222	226	231	236	240	245	250	255
Soda (wolumen, tys. ton)	2 008	2 071	2 075	2 079	2 083	2 088	2 092	2 096	2 101	2 105	2 110	2 114

Źródło: szacunki i prognozy Trigon SA

Dodatkowo model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- Zakładamy działalność Grupy Ciech od początku przyszłego roku w obecnym kształcie, jednak z uwzględnieniem zamknięcia instalacji TDI,
- Zakładamy, że w 2013 roku spółka uzyska wzrost cen sody o 4% r/r, jako rezultat korzystnej sytuacji popytowej i prawdopodobnego podwyższenia cen sody na rynku europejskim przez Solvay o 5-7%, stagnacja cen pozostałych produktów spółki,
- W latach 2013-2014 w segmencie środków ochrony roślin wzrost przychodów o 80 mln PLN i EBITDA o 25 mln PLN dzięki inwestycji w instalację MCPA,
- W 2013 roku spadek kosztów osobowych (poza Zachemem) o 25 mln PLN (redukcja zatrudnienia i nowy układ zbiorowy pracy),
- Od 2013 roku uwzględnione koszty zakupu pozwoleń do emisji CO2 na poziomie 8 mln EUR rocznie, zakładamy, że zostanie to zniwelowane wzrostem efektywności w energetyce, niższymi cenami energii elektrycznej, koks oraz brakiem strat na TDI szacowanych przez nas na 10 mln PLN w 2012 roku,
- Wycenę powiększyliśmy o przychody ze sprzedaży do BASF wartości niematerialnych i prawnych związanych z instalacją TDI (43 mln EUR) skorygowane o koszty likwidacji instalacji TDI (odprawy i fizyczna likwidacja połączona z rekultywacją terenu) na maksymalnym poziomie do jakich zobowiązała się spółka (63 mln PLN),
- Po roku 2014 zakładamy spadek marży EBITDA z 11.3% do 10.3% w ostatnim roku prognozy—co jest konserwatywnym założeniem związanym z ekspansją sody naturalnej z Turcji,
- wzrost FCF po roku 2022 na poziomie 1%.

Metodą DCF bieżącą wartość spółki szacujemy na 22.51 PLN na akcję.

WYCENA DCF	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	226	247	248	255	253	258	263	269	274	280
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	183	200	201	206	205	209	213	218	222	227
Amortyzacja	221	219	217	217	217	217	218	219	220	222
Nakłady inw estycyjne	-200	-206	-211	-215	-220	-224	-229	-234	-239	-244
Inw estycje w kapitał obrotowy	15	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
FCF	218,9	208,2	204,7	205	199	199	199	200	201	202
Dług/(Dług+Kapitał) (%)	50%	45%	45%	40%	35%	30%	30%	30%	30%	30%
Stopa wolna od ryzyka (%)	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Premia rynkowa (%)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia kredytowa (%)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt długu po podatku (%)	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału (%)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
WACC (%)	8,85%	8,99%	8,99%	9,1%	9,3%	9,4%	9,4%	8,7%	8,7%	8,7%
Wartość bieżąca FCF	201	175	158	145	129	118	108	99	92	85
Suma DFCF	1311									
Stopa wzrostu FCF po '21	1%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	1121									
Dług netto	1089									
Zobowiązanie z tyt. odkupu elektr.	260									
Zysk na zamknięciu instalacji TDI	113									
Wartość spółki	1196									
Liczba akcji (m szt.)	52,7									
Wartość 1 akcji 01.01.2013 (PLN)	22,70									
Bieżąca wycena (PLN)	22,51									

	analiza	WACC				
	w rażliwości	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	0%	25,42	22,49	19,90	17,58	15,51
g	1%	29,11	25,58	22,51	19,81	17,42
	2%	34,10	29,67	25,90	22,66	19,83

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Grupę porównawczą tworzą europejskie i amerykańskie spółki chemiczne o zbliżonym do Ciechu profilu działalności. Zrezygnowaliśmy z wyceny do krajowych spółek chemicznych ze względu na dominujący w ich działalności udział bardzo cyklicznych segmentów (nawozy, chemia organiczna). Wycenę oparliśmy na prognozowanych wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E dla lat 2013-2014. Nie braliśmy pod uwagę roku 2012 ze względu na duży wpływ zdarzeń jednorazowych. Otrzymana wycena ważona wynosi 20.71 PLN na akcję.

WYCENA PORÓWNAWCZA	ticker	kapitalizacja (m ln EUR)	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			2013P	2014P	2013P	2014P	2013P	2014P
AKZO NOBEL	AKZA	10 313	6,1	5,5	9,0	7,8	12,3	10,5
CELANESE CORP-SERIES A	CE	4 949	6,2	5,2	9,8	7,6	9,3	7,8
SOLVAY SA	SOLB	8 461	4,9	4,4	7,9	7,0	12,5	10,7
BASF SE	BAS	63 237	5,6	5,1	7,5	6,8	11,8	10,8
BAYER AG-REG	BAYN	57 498	7,2	6,5	10,4	9,1	12,2	11,2
TESSENDERLO CHEMIE	TESB	686	5,3	4,7	9,8	7,8	13,8	10,9
Mediana			5,8	5,1	9,4	7,7	12,3	10,7
Ciech	CIE	297	5,0	4,7	10,0	8,8	16,1	13,2
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)			27,61	25,60	18,37	16,27	17,62	18,80
Waga			16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Bieżąca wycena ważona 1 akcji (PLN)			20,71					

Źródło: Trigon DM

Podsumowanie wyceny

Średnia ważona z obu wycen wynosi 21.6 PLN na akcję. Cena docelowa w horyzoncie 9-cio miesięcznym wyznaczona na bazie wyceny średniej ważonej oraz kosztu kapitału własnego wynosi 23.3 PLN i oznacza nieznaczne podwyższenie w porównaniu do ceny docelowej (22.4 mln PLN) z poprzedniej naszej rekomendacji. Ze względu na wyczerpanie się potencjału do wzrostu kursu akcji do naszej wyceny, obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Podsumowanie wyceny spółki Ciech

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena na akcję (PLN)
Bieżąca wycena DCF	1 186,2	22,5
Bieżąca wycena porów naw cza (spółki zagraniczne)	1 091,6	20,7
Wycena średnia ważona	1 138,9	21,6
Cena docelowa 9 m	1226,4	23,3

Źródło: Trigon DM

Wyniki III kwartału

Wysokie koszty finansowe i zdarzenia jednorazowe psują obraz wyników

EBITDA i EBIT za III kwartał były niższe od oczekiwań rynkowych o odpowiednio 9% i 26%. Gdyby jednak nie ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej w wysokości 5.1 mln PLN, EBITDA byłaby niższa od konsensusu już tylko o 3.4%, a EBIT o 9.5%. Strata netto w miejsce oczekiwanego zysku, to głównie wysokie ujemne saldo na działalności finansowej, które nietypowo podwyższyły straty na różnicach kursowych w wysokości 13 mln PLN.

W III kwartale spółka wygenerowała przepływy na działalności operacyjnej w wysokości 47 mln PLN w porównaniu do 90 mln PLN w II kwartale i 31 mln PLN w I kwartale 2012.

Segment sodowy wygenerował w III kwartale 94% łącznej EBITDA spółki. Także w kolejnych latach taka struktura będzie występować w II połowie roku, wobec zamknięcia instalacji TDI i wysokiej sezonowości w środkach ochrony roślin. W zakresie wolumenów spółce udało się podnieść sprzedaż sody kalcynowanej o 4 tys. ton kw./kw. i o 6 tys. ton r./r. Wyniki sprzedażowe byłyby jeszcze lepsze, gdyby nie spadek o 7 tys. ton w US Govora. W III kwartale utrzymywały się niskie wolumeny i ceny sprzedaży energii elektrycznej w SDC. Korzystnie na wyniki przekładał się spadek cen antracytu i koksu. W IV kwartale wyniki segmentu powinny być porównywalne z III kwartałem lub nawet nieco wyższe. Spółka zapowiada sprzedaż całej wyprodukowanej ilości sody kalcynowanej i oczyszczonej. Ceny pozostają stabilne, a perspektywa kilkuprocentowej podwyżki cen sody od początku przyszłego roku powinna wzmocnić popyt (Solvay sugeruje chęć przeniesienia wzrostu kosztów na ceny sody).

Segment organiczny zgodnie z oczekiwaniami odnotował stratę, co spowodowane było głównie sezonowością w środkach ochrony roślin i brakiem upustu na aminę. W segmencie TDI miała miejsce stabilizacja notowań w Europie, przy spadku notowań na toluen (o ponad 3%), negatywne tendencje cenowe miały miejsce jednak na rynkach TDI w Ameryce. Ujemne marże utrzymywały się w segmencie żywic epoksydowych. Podobnie jak w poprzednim okresie pozytywnie do wyniku kontrybuowała natomiast produkcja żywic poliestrowych.

Wyniki w głównych segmentach

	Przychody					Wynik na sprzedaży					Wynik operacyjny				
	III kw. '11	II kw. '12	III kw. '12	% r/r	% kw./kw.	III kw. '11	II kw. '12	III kw. '12	% r/r	% kw./kw.	III kw. '11	II kw. '12	III kw. '12	% r/r	% kw./kw.
Sodowy	420,5	467,1	469,4	11,6%	0,5%	53,7	13,3	39,9	-25,6%	199,3%	67,5	15,5	35,1	-48,0%	126,9%
Organiczny	346,7	457,6	386,0	11,3%	-15,6%	-31,3	24,7	-6,4	-	-	-36,8	-233,3	-8,6	-	-
Agrochemiczny	93,0	53,1	56,4	-39,3%	6,4%	10,0	2,4	0,9	-91,2%	-63,0%	7,4	-39,5	-0,5	-	-
Krzemiany i szkło	86,0	101,9	124,1	44,3%	21,8%	6,5	3,6	2,3	-64,9%	-36,7%	6,2	-8,0	4,7	-24,0%	-
Pozostałe	72,0	40,2	29,1	-59,5%	-27,6%	-10,8	-12,6	-8,8	-	-	-11,2	-38,0	-8,0	-	-
Razem	1 018	1 120	1 065	4,6%	-4,9%	28,2	31,5	27,9	-1,0%	-11,5%	33,0	-303,3	22,8	-31,0%	-

Wg MSR/MSSF, mln PLN

Zyski w pozostałych dwóch segmentach (Agro i Krzemiany i Szkło) mocno spadły zarówno r./r. jak i kw./kw. Spadek dotyczył głównie segmentu Agro, gdzie spółka skarży się głównie na wzrost cen fosforu żółtego, głównego surowca do produkcji kwasu fosforowego, którego z kolei ceny spadły.

Podsumowując, wyniki III kwartału trochę rozczarowały, zwłaszcza na poziomie zysku netto.

Outlook na IV kwartał

W ostatnim kwartale roku na poziomie operacyjnym powinny się utrzymywać tendencje obserwowane w III kwartale. Pewna poprawa rentowności powinna wynikać z pierwszych efektów prowadzonej restrukturyzacji kosztowej. Wyniki IV kwartału zostaną z dużym prawdopodobieństwem obciążone wysokimi (kilkadziesiąt mln PLN) kosztami spisania aranżacji kredytu konsorcjalnego. Z drugiej strony spółka może zmniejszyć wielkość odpisów z tytułu utraty wartości środków trwałych poczynionych w II kwartale 2012. Będą to jednak zdarzenia jednorazowe o charakterze księgowym. Nasze prognozy na 2012 rok ich nie uwzględniają.

Także nasze prognozy zysku na 2013 rok nie uwzględniają zysku na sprzedaży wartości niematerialnych związanych z produkcją TDI spółce BASF. Zyski z tej transakcji uwzględniliśmy jednak w obu wycenach.

Potencjalne dezinwestycje

Kolejne dezinwestycje mogą przyspieszyć spłatę obligatariuszy

W naszych prognozach zakładamy funkcjonowanie Grupy Ciech w obecnym kształcie. Oznacza to, że nie zakładamy szybkiej spłaty wysokiego zadłużenia spółki, które ze względu na wysoki kupon są znacznym obciążeniem dla wyników spółki. Znacznie szybszy spadek kosztów odsetkowych byłby możliwy (zakładając, że warunki emisji obligacji zawierają możliwość wcześniejszego wykupu) w przypadku dokonania dalszych dezinwestycji.

Obecnie Grupę Ciech poza spółkami sadowymi tworzą dodatkowo cztery inne spółki o znaczących przychodach: Organika Sarzyna, Vitrosilikon, Alwernia oraz Ciech Pianki. Wszystkie te spółki zarząd Ciechu zdefiniował jako przeznaczone do sprzedaży po uprzednim przeprowadzeniu ich restrukturyzacji w celu podwyższenia ich wyceny.

Spółki Grupy Ciech potencjalnie przeznaczone do sprzedaży

	Organika Sarzyna**	Vitrosilikon	Alwernia	Ciech Pianki	Razem
Sprzedaż*	708	161	182	216	1 267
EBITDA skor.*	72	24	21	9	126
Wycena mln PLN (EBITDA skor. X4.5)	324	108	95	41	567

Źródło: Ciech SA, szacunki Trigon SA, *wyniki za III kw. '11-II kw.'12, **wyniki powiększone o spodziewaną dodatkową EBITDA po inwestycji w instalację MCPA

Ciech jest najbardziej zdeterminowany sprzedać Vitrosilikon, Alwernię oraz Ciech Pianki. Jednak wśród spółek przeznaczonych do sprzedaży spółką o najwyższej wartości jest Organika Sarzyna. Posiada ona stabilny i wysokorentowny biznes produkcji środków ochrony roślin, który dodatkowo może w ciągu najbliższych lat poprawić wielkość EBITDA o 25 mln PLN, w związku z inwestycją w instalację MCPA. Dlatego nie sądzimy, aby zarząd Ciechu spieszył się ze sprzedażą tej spółki. Sam Ciech nie ukrywa, że do transakcji doszłoby tylko w przypadku zaoferowania atrakcyjnej ceny. ZA Puławy wyrażały zainteresowanie Organiką Sarzyną, co nie dziwi z uwagi na możliwe znaczne synergije.

Przy wycenie powyższych spółek na poziomie EBITDAX4.5 ich łączna wartość sięga 567 mln PLN.

Wyniki i prognozy

mIn PLN	IIQ'11	IIIQ'11	IVQ'11	IQ'12	IIQ'12	IIIQ'12
Przychody	1015,1	1018,2	1019,2	1172,7	1119,9	1065,0
- zmiana (r/r)	3%	3%	-1%	5%	10%	5%
EBIT	27,1	33,0	16,4	71,8	-303,3	22,8
- zmiana (r/r)	-33%	148%	-66%	70%	-1221%	-31%
EBITDA	81,6	88,8	73,6	134,4	-242,2	78,5
- zmiana (r/r)	-18%	21%	-32%	39%	-397%	-12%
Zysk netto	0,0	7,8	-8,2	10,7	-348,1	-23,3
- zmiana (r/r)	-	-	-	446%	-	-
Rentowość						
- EBIT	3%	3%	2%	6%	-27%	2%
- EBITDA	8%	9%	7%	11%	-22%	7%
- netto	0%	1%	-1%	1%	-31%	-2%

mIn PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Aktywa	3 929,6	4 066,5	3 747,5	3 666,2	3 761,9	3 719,6
Majątek trwały	2 459,8	2 677,2	2 505,3	2 484,5	2 472,2	2 465,5
- wartość firmy	51,3	64,1	60,7	60,7	60,7	60,7
Majątek obrotowy	1 469,7	1 389,3	1 242,2	1 181,7	1 289,7	1 254,1
- zapasy	299,2	335,6	316,5	285,9	295,1	301,2
- należności	733,2	849,4	809,3	730,9	754,4	770,1
- aktywa finansowe	177,1	145,8	114,5	163,0	238,3	180,9
Kapitały własne	820,8	1 310,1	924,1	999,8	1 092,0	1 204,8
Zobowiązania długoterminowe	956,8	683,6	720,0	662,1	635,9	460,9
- oprocentowane	497,3	190,9	140,9	140,9	140,9	140,9
Zobowiązania krótkoterminowe	211,7	207,5	211,2	201,3	204,2	206,2
- oprocentowane	1 119,3	1 024,4	1 062,6	1 062,6	1 062,6	1 062,6
- handlowe	910,9	969,2	973,9	879,6	907,8	926,7
Dług netto	1439,5	1069,5	1089,0	1040,4	965,1	1022,6
ROE	-	0%	-34%	8%	9%	10%
ROA	-	0%	-10%	2%	2%	3%

Przychody	3 960,3	4 174,5	4 422,6	3 994,4	4 122,6	4 208,6
Zysk brutto ze sprzedaży	562,7	560,7	600,0	628,7	658,6	672,3
Koszty sprzedaży	277,6	276,0	269,6	243,5	251,4	256,6
Koszty ogólnego zarządu	230,1	213,3	185,2	167,3	172,7	176,3
Pozostałe saldo operacyjne	89,2	47,4	-325,9	8,6	12,7	8,6
EBIT	144,2	118,7	-180,8	226,5	247,3	248,1
EBITDA	382,0	340,8	54,1	447,3	466,0	465,5

Saldo dział. finansowej	-90,6	-110,1	-196,5	-133,7	-134,1	-109,4
Zysk (strata) brutto	52,7	8,6	-376,6	93,4	113,8	139,3
Podatek dochodowy	32,0	-4,6	8,4	17,8	21,6	26,5
Pozostałe korekty zysku netto	-0,3	-11,7	6,5	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	20,5	1,5	-378,5	75,7	92,2	112,8

Rentowość						
- zysku brutto na sprzedaży	14%	13%	14%	16%	16%	16%
- EBIT	4%	3%	-4%	6%	6%	6%
- EBITDA	10%	8%	1%	11%	11%	11%
- netto	1%	0%	-9%	2%	2%	3%

CF operacyjny	305,2	-19,3	212,9	415,7	449,3	442,6
- amortyzacja	237,8	222,1	234,9	220,8	218,7	217,5
CF inwestycyjny	16,1	-63,7	-291,8	-200,0	-206,4	-210,7
- CAPEX	-216,9	-295,6	-306,4	-200,0	-206,4	-210,7
CF finansowy	-275,8	51,7	47,5	-167,1	-167,6	-289,4
- dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne na koniec roku	177,1	145,8	114,5	163,0	238,3	180,9

Liczba akcji (mln szt.)	28,0	52,7	52,7	52,7	52,7	52,7
BVPS (PLN)	29,31	24,86	17,53	18,97	20,72	22,86
EPS (PLN)	0,73	0,03	-7,18	1,44	1,75	2,14
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	31,6	807,6	-3,2	16,1	13,2	10,8
EV/EBITDA	-	6,7	42,6	5,0	4,7	4,8
EV/EBIT	-	19,3	-12,8	10,0	8,8	9,0
P/BV	0,8	0,9	1,3	1,2	1,1	1,0

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

Research:	Tomasz Mazurczak	t.mazurczak@trigon.pl	(22) 4338-368
	Hanna Kędziora	h.kedziora@trigon.pl	(22) 4338-371
	Michał Sztabler	m.sztabler@trigon.pl	(22) 4338-375
	Grzegorz Kujawski	g.kujawski@trigon.pl	(22) 4338-369
	Michał Buczyński	m.buczynski@trigon.pl	(22) 4338-390
	Michał Sioda	m.sioda@trigon.pl	(22) 4338-392
Sales:	Krzysztof Kasiński	k.kasinski@trigon.pl	(22) 4338-364
	Artur Szymecki	a.szymecki@trigon.pl	(22) 4338-363
	Mariusz Musiał	m.musial@trigon.pl	(22) 4338-385
	Artur Pałka	a.palka@trigon.pl	(22) 4338-361
	Maciej Fink-Finowicki	maciej.fink-finowicki@trigon.pl	(22) 4338-362

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie akcji pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o charakterze jednorazowym
CF - cash flow, przepływy pieniężne
capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY - stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPUJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%
AKUMULUJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi w granicach 5-15%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego
REDUKUJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest w przedziale 5-15%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest większy niż 15%

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 9 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Stosowane metody wyceny

DM stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend. Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub bieżącą oceną Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie. Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wyniki oceny własnej Domu Maklerskiego. Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę. O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego. Dom Maklerski wskazuje na potencjalne źródła konfliktu interesów: Pomiedzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendę. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Dom Maklerski S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań inwestycyjnych lub usługowych. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji przeprowadzanych z emitentem. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia o Rekomendacjach. Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez emitenta lub podmioty z nim powiązane, również za pośrednictwem Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego. Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmując lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treści wszelkich powyższych zastrzeżeń;
 - potwierdza, że zapoznana się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
 - wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
- Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.
- Stan na 3 grudnia 2012r.