

# Ciech

## Kupuj, cena docelowa 22,4 PLN

Poczynione działania restrukturyzacyjne w Grupie Ciech oraz pozytywne zmiany na rynku sody i kursów walut, powinny przynieść w bieżącym roku istotną poprawę wyników i to pomimo zawyżenia rezultatów ubiegłorocznych zdarzeniami jednorazowymi oraz wciąż trudnej sytuacji w segmencie organicznym (straty na produkcji TDI). Odwrotnie niż to miało miejsce w ostatnich latach, Ciech będzie prawdopodobnie jedyną polską giełdową spółką chemiczną odnotowującą poprawę wyników. Istotną będzie także jakość tych wyników, gdyż zostaną one wygenerowane na podstawowej działalności.

W ostatnich latach nastąpiła znaczna zmiana w poziomie zadłużenia netto spółki, którego bardzo wysoki poziom w latach 2008-2009 znacznie podwyższał ryzyko inwestycyjne w akcje spółki – zwłaszcza w zestawieniu z pogorszeniem wyników w głównych segmentach. Przełomowym był rok ubiegły, kiedy dzięki pozyskaniu środków z emisji akcji, sprzedaży PTU i GZNF spółce udało się zmniejszyć zadłużenie netto z 1440 mln PLN do prognozowanego przez nas poziomu 989 mln PLN na koniec ubiegłego roku. Biorąc pod uwagę wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2011 roku na poziomie zbliżonym do 2.9x, temat nadmiernego zadłużenia nie jest już w przypadku Ciechu aktualny.

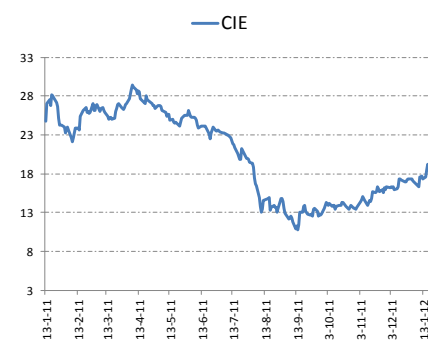
Segment sodowy będzie naszym zdaniem odpowiadał za praktycznie cały wzrost wyniku operacyjnego spółki w bieżącym roku. Naszym zdaniem w tym segmencie zysk na sprzedaży (zysk operacyjny przed saldem pozostałej działalności operacyjnej) wzrośnie z 123 mln PLN w 2011 roku do 224 w roku bieżącym. Tak znaczna poprawa będzie wynikać ze wzrostu cen sody na europejskim rynku sodowym, który nastąpił od początku roku. Ciech zakontraktował już większość sprzedaży sody na bieżący rok w cenach wyższych o 8-10% w zależności od waluty. Biorąc pod uwagę walutowy mix sprzedaży sody przez spółkę oraz zakładany przez nas średnioroczny kurs EUR/PLN na poziomie 4.3 PLN, wzrost cen sody r./r. wyniesie 12%. Przy szacowanym przez nas wzroście kosztów jednostkowych w tym segmencie w wysokości około 4-6% (umowy na większość surowców indeksowane inflacją, średnie ceny antracytu/koksu kilka pp. powyżej inflacji), tak znaczny wzrost cen przełoży się na istotny wzrost marży na sodzie.

Segmentem który jest na przeciwnym biegunie w stosunku do sodowego jest segment organiczny. Pomimo wchodzącej w jego skład bardzo rentownej produkcji środków ochrony roślin, straty na produkcji TDI, sprawiły, że jako całość przyniósł po III kwartałach 2011 roku 31.1 mln PLN straty na sprzedaży. Naszym zdaniem, pomimo, że spółka w IV kwartale rozliczy upust w cenie zakupu aminy za cały 2011 rok (może to być około 30 mln PLN), za cały 2011 rok strata wyniesie 37 mln PLN. Na rynku TDI cięży przeinwestowanie z ostatnich lat (otwarcie nowych mocy na Węgrzech i w Chinach w 2011 roku). Pomimo, że w 2012 roku bardzo prawdopodobna jest kontynuacja wysokich strat z 2011 roku, na 2014 rok zakładamy 7 mln PLN zysku w tym segmencie. Wyłączenia części starszych instalacji u konkurencji powinny ograniczyć straty na produkcji TDI, natomiast dodatkowy EBIT w następstwie zwiększenia mocy w środkach ochrony roślin i zastąpienia propylenu gliceryną przy produkcji EPI szacujemy na 25-30 mln PLN.

Pomimo trwającego już kilka miesięcy trendu wzrostowego na akcjach spółki uważamy, że potencjał wzrostu nie został jeszcze w pełni wyczerpany. Metodą DCF wartość jednej akcji szacujemy na 20.5 PLN, natomiast metodą porównawczą do zagranicznych odpowiedników na 20.99 PLN na akcję. Średnia z obu wycen wynosi 20.7 PLN na akcję. Cena docelowa w horyzoncie 9-cio miesięcznym wyznaczona na bazie średniej z wycen oraz kosztu kapitału własnego wynosi 22,4 PLN na akcję. Biorąc pod uwagę 18% potencjał wzrostu rekomendujemy kupowanie akcji spółki.

### DANE SPÓŁKI

Ticker	CIE
Sektor	Przemysł chem.
Kurs (PLN)	19
52 tyg. min/max (PLN)	10,32 / 29,5
Liczba akcji (mln szt.)	52,7
Kapitalizacja (mln PLN)	1001
Free float	56%
Śr. wolumen 1M (tys. PLN)	101,2



### OPIS DZIAŁALNOŚCI

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

### AKCJONARIAT

	% kap.	% głos.
Skarb Państwa	44,2%	44,2%
Pioneer Pekao IM SA	10,0%	10,0%
TFI Allianz Polska SA	5,4%	5,4%
ING OFE	5,3%	5,3%

### WAŻNE DATY

### POPZEDNIE REKOMENDACJE

### ANALITYK

Michał Buczyński

### DANE FINANSOWE (SKONSOLIDOWANE)

mln PLN	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody	3684,2	3960,3	4208,1	4183,9	4368,6	4464,7
EBIT	135,0	144,2	124,9	189,1	199,8	219,5
EBITDA	365,1	382,0	344,8	433,6	449,7	470,8
Zysk netto	-85,5	20,5	14,3	77,9	86,6	101,9
Zysk skor.	-85,5	20,5	14,3	77,9	86,6	101,9
P/E	-6,2	26,0	69,8	12,9	11,6	9,8
EV/EBITDA	6,9	6,6	7,4	5,8	5,6	5,4
DY	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

# Wycena

## Wycena DCF

Wartość spółki Ciech na podstawie metody dochodowej szacujemy na **1 080 mln PLN**, tj. **20,50 PLN** na jedną akcję. Założenia odnośnie cen i wolumenów głównych produktów prezentujemy w tabeli poniżej.

### Główne założenia do modelu wyceny Grupy Ciech

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
założenia ogólne											
Zmiana PKB (Polska)	4,2%	2,5%	2,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Średnioroczny kurs EUR/PLN	4,12	4,30	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
założenia odnośnie cen i wolumenów głównych produktów											
ceny kontraktowe (Europa, EUR/t)											
soda kalcy nowana	190	205	211	216	220	224	229	233	238	243	248
TDI	1 851	1 750	1 960	1 999	2 039	2 080	2 122	2 164	2 207	2 251	2 296
wolumeny (tys. ton)											
soda	1 975	1 999	2 003	2 007	2 011	2 015	2 019	2 023	2 027	2 031	2 036
TDI	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Źródło: szacunki i prognozy Trigon SA

Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- znaczna poprawa wyników operacyjnych w 2012 roku wynikająca z podwyżek cen sody na rynku europejskim — przy zakładanym przez nas średnim kursie EUR/PLN na poziomie 4.3 spółka zakontraktowała większość portfela na bieżący rok po cenie 12% wyższej r/r,
- wzrost kosztów jednostkowych w segmencie sodowym (węgiel, koks, energia, solanka, kamień wapienny) tylko nieznacznie przekraczający inflację, wygeneruje wyraźny wzrost marż w tym segmencie,
- uwzględnienie kosztu przejęcia elektrociepłowni w Niemczech w modelu DCF jako bieżącą wartość płatności (67 mln EUR lub 288 mln PLN) przy założeniu odkupu na początku 2015 roku,
- uwzględnienie zwiększenia EBITDA o około 15 mln EUR rocznie w związku z przejęciem elektrociepłowni,
- na rynku TDI utrzymanie dekonjunkury przez cały 2012 rok i przedłużenie upustu cenowego na aminę (około 30 mln PLN rocznie) do końca 2012 roku, w 2013 roku 10% odbicie cen TDI oraz powrót do starego algorytmu ustalania cen aminy,
- oddanie pod koniec roku inwestycji zwiększającej o 50% moce produkcyjne w zakresie środków ochrony roślin,
- rozruch w III kwartale bieżącego roku inwestycji częściowo zastępującej gliceryną propylen przy produkcji epichlorohydryny—redukcja kosztów w 2012 roku o 4 mln PLN, a docelowo o 15 mln PLN,
- inflacyjny (około 2%) wzrost kosztów i pozostałych przychodów po 2012 roku, utrzymanie obecnych wolumenów,
- począwszy od 2013 roku koszty wyższe o 8 mln EUR z tytułu kosztów zakupu pozwoleń na emisję CO2 (bardzo wstępne szacunki),
- wzrost FCF po roku 2021 na poziomie 1%.

MSP unieważniło przetarg na doradcę przy sprzedaży swoich pakietów akcji. Powodem może być pogarszająca się sytuacja jednej ze spółek zależnych – Zchemu. Mimo to uważamy, że Ciech stanowi bardzo atrakcyjne aktywo inwestycyjne dla strategicznego inwestora ze względu na wysoki potencjał restrukturyzacyjny oraz atrakcyjny segment sodowy. Jednym z pierwszych ruchów nowego inwestora byłaby zapewne decyzja odnośnie segmentu TDI. Przy obecnej nadpodaży na rynku i pojawiających się bardziej efektywnych instalacjach, istniałyby zapewne dwie alternatywy: budowa nowej efektywniejszej instalacji (spółka analizuje już taką ewentualność) lub zamknięcie instalacji, co po dokonaniu odpowiednich odpisów majątku, istotnie poprawiłoby wyniki spółki.

WYCENA DCF	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>EBIT</b>	<b>189</b>	<b>200</b>	<b>219</b>	<b>217</b>	<b>227</b>	<b>228</b>	<b>236</b>	<b>244</b>	<b>253</b>	<b>262</b>
Stopa podatkowa a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>153</b>	<b>162</b>	<b>178</b>	<b>176</b>	<b>184</b>	<b>184</b>	<b>191</b>	<b>198</b>	<b>205</b>	<b>212</b>
Amortyzacja	245	250	251	251	246	242	240	238	236	236
Nakłady inw estycyjne	-300	-265	-250	-200	-206	-212	-219	-225	-232	-239
Inw estycje w kapitał obrotow y	1	-10	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
<b>FCF</b>	<b>99</b>	<b>137</b>	<b>174</b>	<b>223</b>	<b>219</b>	<b>210</b>	<b>207</b>	<b>205</b>	<b>204</b>	<b>204</b>
Dług/(Dług+Kapitał) (%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Stopa w olna od ryzyka (%)	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia rynekow a (%)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia kredytow a (%)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt długu po podatku (%)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Koszt kapitału (%)	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
<b>WACC (%)</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>
Wartość bieżąca FCF	91	116	136	160	145	127	116	106	97	89
<b>Suma DFCF</b>	<b>1182</b>									
Stopa w zrostu FCF po '21	1%									
Zdyskontow ana w artość rezydual	1175									
Dług netto	989									
Koszt przejęcia elektrociepłow ni	288									
Wartość spółki	1080									
Liczba akcji (m szt.)	52,7									
Wartość 1 akcji 01.01.2012 (PLN)	20,50									
<b>Cena docelowa 9 mIn (PLN)</b>	<b>22,15</b>									

	analiza			WACC		
	w rażliw ości	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
	0%	25,45	22,11	19,15	16,52	14,17
	1%	29,69	25,66	22,15	19,08	16,36
	2%	35,43	30,36	26,05	22,34	19,12

Źródło: Trigon DM

Metodą DCF bieżącą wartość spółki szacujemy na 20.5 PLN na akcję, natomiast w horyzoncie 9-cio miesięcznym na 22.15 PLN.

## 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 P/E i EV/EBITDA dla lat 2011-2013, jednak ze względu na historyczny charakter dla roku 2011 przyjęliśmy niższe wagi. Otrzymana wycena ważona wynosi 20.99 PLN na akcję.

WYCENA PORÓWNAWCZA	ticker	kapitalizacja (mIn EUR)	P/E			EV/EBITDA		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
AKZO NOBEL	AKZA	9 452	14,5	13,6	13,6	5,6	5,4	5,2
CELANESE CORP-SERIES A	CE	5 796	10,3	10,1	10,1	7,2	7,1	6,8
SOLVAY SA	SOLB	6 485	16,5	12,5	12,5	6,9	4,9	4,8
BASF SE	BAS	53 887	9,0	10,4	10,4	5,6	5,7	5,5
BAYER AG-REG	BAYN	44 043	12,3	11,8	11,8	6,8	6,4	6,2
TESSENDERLO CHEMIE	TESB	696	10,5	10,1	10,1	4,2	3,9	3,8
<b>Mediana</b>			<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>
Ciech	CIE	233	69,8	12,9	11,6	7,4	5,8	5,6
<b>Implikowana wartość 1 akcji (PLN)</b>			<b>3,11</b>	<b>16,40</b>	<b>18,24</b>	<b>21,76</b>	<b>26,48</b>	<b>27,49</b>
Waga			6%	22%	22%	6%	22%	22%
<b>Wycena ważona 1 akcji (PLN)</b>			<b>20,99</b>					

Źródło: Trigon DM

## Rekomendacja

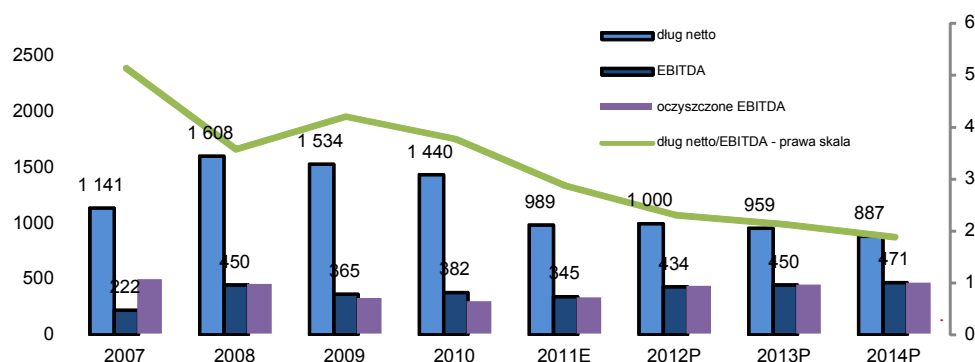
Średnia ważona z obu wycen wynosi 20.7 PLN na akcję. Cena docelowa w horyzoncie 9-cio miesięcznym wyznaczona na bazie średniej ważonej oraz kosztu kapitału własnego wynosi 22,4 PLN na akcję. Biorąc pod uwagę 18% potencjał wzrostu rekomendujemy kupowanie akcji spółki.

## Sytuacja operacyjna i finansowa Grupy Ciech

### Znaczna poprawa relacji długu do EBITDA

Ostatnie lata pokazują znaczną zmianę w poziomie zadłużenia netto spółki, którego bardzo wysoki poziom w latach 2008-2009 znacznie podwyższał ryzyko inwestycyjne w akcje spółki – zwłaszcza w zestawieniu z pogorszeniem wyników w głównych segmentach. Przełomowym był rok ubiegły, kiedy dzięki pozyskaniu środków z emisji akcji, sprzedaży PTU i GZNF spółce udało się zmniejszyć zadłużenie netto z 1440 mln PLN do prognozowanego przez nas poziomu 989 mln PLN na koniec ubiegłego roku. Biorąc pod uwagę wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2011 roku na poziomie zbliżonym do 2.9, temat nadmiernego zadłużenia nie jest już w przypadku Ciechu aktualny.

### Zadłużenie oraz poziom EBITDA spółki (mln PLN)



Źródło: Ciech SA, prognozy Trigon DM

Pomimo, wyraźnej poprawy wyników polskich spółek chemicznych, Ciech przez cały ubiegły rok był outsiderem, z wynikami netto oscylującymi wokół zera. Na wynikach ciążyła głęboka dekonunktura na rynku TDI, wysokie koszty obsługi zadłużenia i wolne odbicie cen w segmencie sodowym. W bieżącym roku spodziewamy się pierwszego od kilku lat istotnego wzrostu EBITDA do 433 mln EBITDA z 345 mln w roku ubiegłym (zdecydowana poprawa w segmencie sodowym). Spadek kosztów obsługi zadłużenia był już widoczny w III kwartale 2011 (obniżenie poziomu zadłużenia) oraz w IV kwartale (wejście w życie nowej umowy kredytowej obniżającej marżę kredytowe).

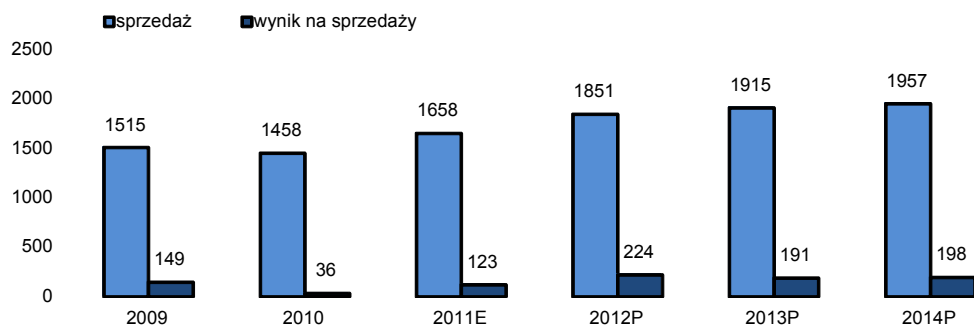
### Segment sodowy

Segment sodowy będzie naszym zdaniem odpowiadał za praktycznie cały wzrost wyniku operacyjnego spółki w bieżącym roku. Naszym zdaniem zysk na sprzedaży (zysk operacyjny przed saldem pozostałej działalności operacyjnej) wzrośnie z 123 mln PLN w 2011 roku do 224 w roku bieżącym. Tak znaczna poprawa będzie wynikać ze wzrostu cen sody na europejskim rynku sodowym, który nastąpił od początku roku. Ciech zakontraktował już większość sprzedaży sody na bieżący rok w cenach wyższych o 8-10% r/r w zależności od waluty. Biorąc pod uwagę walutowy mix sprzedaży sody przez spółkę oraz zakładany przez nas średnioroczny kurs EUR/PLN na poziomie 4.3PLN, wzrost cen sody r/r. wyniesie 12%. Przy szacowanym przez nas wzroście kosztów jednostkowych w wysokości około 4-6% (umowy na większość surowców indeksowane inflacją, średnie ceny antracytu/koksu kilka pp. powyżej inflacji), tak znaczny wzrost cen przełoży się na istotny wzrost marży na sodzie.

Podwyżki cen sody w warunkach spowolnienia w gospodarce światowej, a zwłaszcza europejskiej mogą wydawać się dziwne. Wynika to zarówno z czynników popytowych (wzrost popytu w skali globalnej oraz w Europie Centralnej ze strony producentów szkła) oraz podażowych - niska konkurencyjność sody chińskiej ze względu na wysokie koszty produkcji. Należy też pamiętać o licznych wyłączeniach instalacji w ostatnich latach na skutek trwałej nierentowności.

W przypadku pogłębienia spowolnienia gospodarczego, nie można wykluczyć powtórzenia scenariusza z roku 2009, kiedy to po zawarciu kontraktów rocznych zawierających podwyżki cen, doszło do renegocjacji kontraktów w ciągu roku. Wtedy jednak ceny sody były na wyższym poziomie, natomiast w ślad za spowolnieniem poszły istotne spadki cen surowców energetycznych co dawało przestrzeń do obniżek cen sody. Teraz jednak ceny węgla i koksu pozostają na rynkach międzynarodowych na stosunkowo wysokich poziomach.

## Wyniki segmentu sodowego (mln PLN)



Źródło: Ciech SA, prognozy Trigon DM

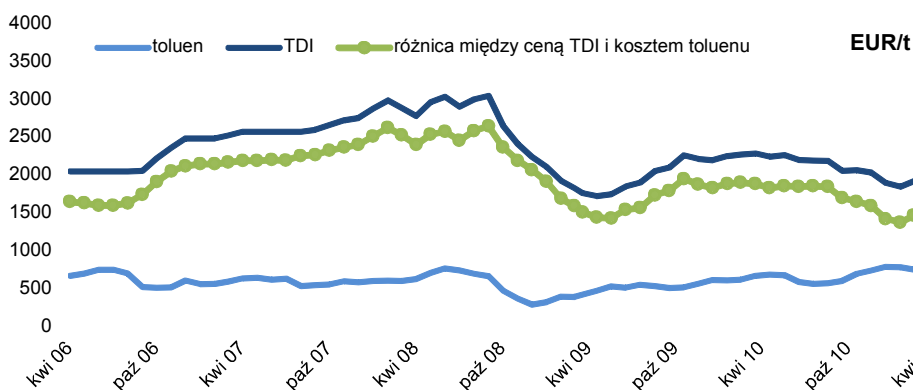
Spółka podaje, że w wyniku dzierżawy elektrociepłowni w Niemczech, EBITDA z tego tytułu wzrosła o 15 mln EUR, natomiast EBIT o 10 mln EUR. W zamian Ciech będzie płacić raty kapitałowe w wysokości 8 mln EUR oraz część odsetkową w wysokości 5 mln PLN wykazywaną jako koszt finansowy. Cena odkupu na koniec 2014 roku została ustalona na 43 mln EUR. Nie modyfikowaliśmy bilansu Grupy Ciech z tytułu tej operacji, ujęliśmy jednak korzyści i koszty tej umowy w rachunku wyników i przepływów. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że w III kwartale spółka już uwzględniła 7 mln EUR w wynikach z tytułu upustu za dostawy ciepła za 3 kwartały 2011. Dlatego na poziomie zysku operacyjnego przejęcie elektrociepłowni przez Ciech, w porównaniu z podwyżkami cen sody ma drugorzędne wpływy na poprawę wyników w ujęciu r/r.

Po wzroście zysku na sprzedaży segmentu w 2012 roku, w następnych latach spodziewamy się stabilizacji wyników, głównie za sprawą zakładanego lekkiego umocnienia złotego oraz kosztów zakupu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>.

## Segment organiczny

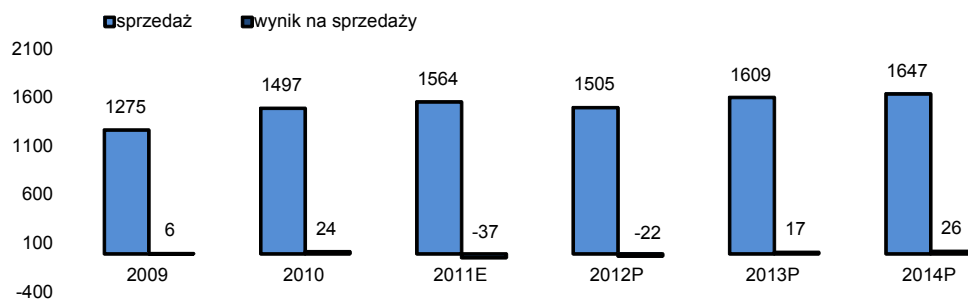
Segment organiczny w 2011 roku był jedynym, który odnotował stratę i to pomimo, że zawiera on bardzo rentowną produkcję środków ochrony roślin.

## Ceny TDI i toluenu



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Za straty w segmencie organicznym odpowiedzialna jest ujemna rentowność na produkcji TDI, jednego z najważniejszych produktów segmentu. Na skutek nadpodaży na rynku (uruchomienie w 2011 roku nowych dużych instalacji na Węgrzech i w Chinach) oraz spowolnienia w gospodarce światowej, ceny TDI spadały pomimo lekko rosnących cen podstawowego surowca – toluenu. Sytuację zmniejszającą się różnicę między ceną TDI i kosztem podstawowego surowca (toluenu) prezentujemy na powyższym wykresie.

**Wyniki segmentu organicznego (mln PLN)**


Źródło: Ciech SA, prognozy Trigon DM

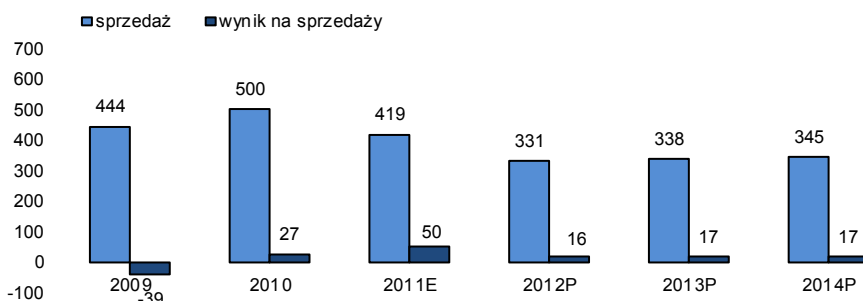
Wobec bardzo trudnej sytuacji na rynku TDI dostawca aminy (półprodukt do produkcji TDI otrzymywany z toluenu) zgodził się na czasowe (do końca II kwartału 2012) obniżenie cen tego surowca (szacujemy, że obniżka wynosi około 7 mln PLN kwartalnie). Pomimo, że założyliśmy zaksięgowanie w IV kwartale korekty ceny za cały 2011 rok to i tak oczekujemy straty w tym segmencie na poziomie 6 mln PLN.

Na 2012 rok zakładamy utrzymanie się niekorzystnych warunków na rynku TDI z roku poprzedniego i przedłużenia upustu na aminę do końca roku. W roku 2013 zakładamy 10% odbicie cen TDI, co pozwoli na zmniejszenie strat na jego produkcji. Jednak w całym okresie prognozy zakładamy generowanie strat na produkcji TDI. Uważamy tak, gdyż pomimo nadpodaży, wciąż pojawiają się zapowiedzi budowy nowych dużych efektywnych kosztowo instalacji (także wykorzystujących znacznie efektywniejsze procesy produkcyjne—przykładem jest oddana do użytku w 2011 roku instalacja spółki Bayer o zdolnościach 250 tys. ton rocznie, wykorzystująca znacznie efektywniejszą kosztowo technologię fosgenowania w fazie gazowej). W dłuższym okresie Ciech będzie musiał podjąć strategiczną decyzją o zamknięciu mało efektywnej instalacji TDI lub budowy nowej większej wykorzystującej znacznie efektywniejszą technologię.

W 2014 roku zakładamy zysk w segmencie organicznym na poziomie 26 mln PLN, wobec szacowanej straty w 2012 roku na poziomie 21.8 MLN PLN. Poprawa rezultatów w tym okresie o 48 mln PLN (pomimo zakończenia upustu na aminę z końcem 2012 roku) to rezultat zakładanego przez nas odbicia cen TDI w 2013 roku o 10% oraz zwiększenia mocy w środkach ochrony roślin i zastąpienia propylenu gliceryną przy produkcji EPI. Obie te inwestycje docelowo dadzą 25-30 mln PLN zysku operacyjnego.

**Segment agrochemiczny**

Po sprzedaży GZNF zakładamy stabilizację wyników segmentu na niskim sięgającym kilkanaście mln złotych poziomie.

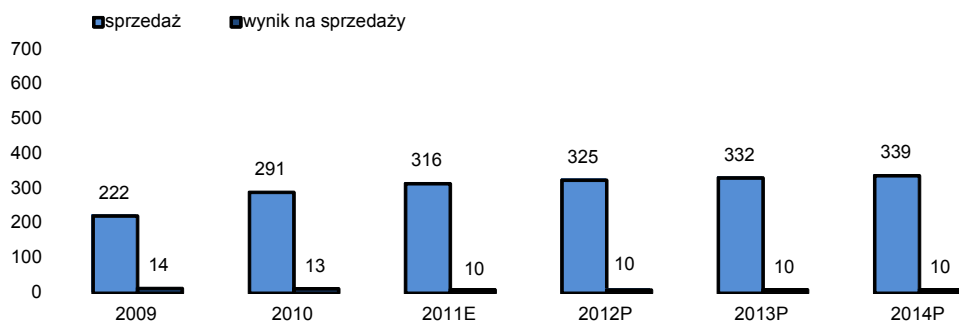
**Wyniki segmentu agrochemicznego (mln PLN)**


Źródło: Ciech SA, prognozy Trigon DM

### Segment krzemiany i szkło

Segment ten jest najmniejszy z w ramach Grupy Ciech. Głównymi produktami są: szkliwo sodowe, pustaki szklane i opakowania szklane (słoiki i lampiony do zniczy). Historycznie jest to najbardziej stabilny segment spółki. Niemniej, ze względu na spowolnienie w polskiej gospodarce zakładamy lekkie pogorszenie rentowności w roku bieżącym.

### Wyniki segmentu krzemiany i szkło (mln PLN)



Źródło: Ciech SA, prognozy Trigon DM

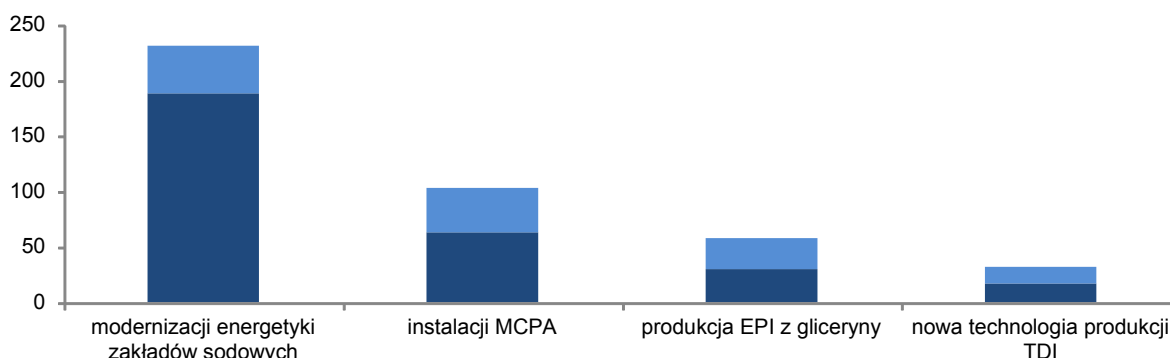
Poza wyżej przedstawionymi segmentami dodatkową pozycją w rachunku wyników jest segment grupujący głównie nieprzypisane koszty. Na tym poziomie prognozujemy utrzymywanie się straty na relatywnie zbliżonym poziomie w wysokości 40-45 mln PLN.

## Kluczowe projekty inwestycyjne

### Modernizacja energetyki

Ciech jest obecnie w fazie wysokich nakładów inwestycyjnych. W większości mają one głównie na celu umożliwienie spółce spełnienia nowych bardziej rygorystycznych wymogów w zakresie emisji. Taki cel ma największa obecnie prowadzona przez spółkę inwestycja modernizacyjna energetykę zakładów sodowych. Wartość inwestycji wynosi około 231 mln PLN z czego zwrot z tytułu dotacji wynosi 43 mln PLN. Jest to inwestycja dostosowawcza do podwyższonych norm ochrony środowiska. Oszczędności jakie spółce przyniesie to około 5% wzrost efektywności, co da około 10 mln PLN oszczędności. Finalizacja projektu jest planowana na IV kwartał bieżącego roku.

### Kluczowe prowadzone inwestycje (dotacje oznaczone jaśniejszym kolorem)



Źródło: Ciech SA

### Zwiększenie potencjału produkcji środków ochrony roślin

Budowa instalacji produkcji substancji MCPA i MCPA-P jest niewątpliwie najważniejszą nową inwestycją z punktu widzenia zwiększenia potencjału produkcyjnego oraz zysków. Inwestycja ta wdroży innowacyjne rozwiązania technologiczne, zwiększając zdolność produkcyjną wysokomarżowych środków ochrony roślin, z 4 do 6 tt/r. Efektem tej inwestycji będzie wzrost mocy produkcyjnych głównego półproduktu do wytwarzania herbicydów (o 50%), zmniejszenie zużycia surowców o ok. 5%, zwiększenie efektywności procesu produkcyjnego, poprawa sprawności energetycznej o około 5%, poprawa wskaźników technologiczno-kosztowych od 3 do 5%, wzrost cen produktów na bazie MCPA o około 5% poprzez poprawę jakości, a także redukcja emisji ścieków o około 5%. Przewidywany budżet inwestycji wynosi 103 mln PLN. Część tej kwoty w wysokości 40 mln PLN zostanie zrefinansowane dotacją z UE. Ciech nie powinien mieć problemu z uplasowaniem zwiększonej produkcji na rynku krajowym i to bez uszczerbku na dotychczasowych wysokich marżach, zwłaszcza jeśli weźmiemy pod uwagę zwiększenie efektywności procesu produkcji. Dotychczas spółka lokowała całość sprzedaży na rynku krajowym, a kilkunastoprocentowy udział rynkowy pozostawia miejsce na jego wzrost.

Sądzymy, że już od przyszłego roku inwestycja podniesie poziom EBITDA o 15-20 mln PLN (biorąc pod uwagę obecnie generowane na środkach ochrony roślin 30 mln PLN).

### Produkcja epichlorohydryny z gliceryny

Spółka zamierza już w II kwartale 2012 roku rozpocząć rozruch pierwszej fazy tego projektu, polegającego na zastępowaniu wykorzystywanego do produkcji EPI propylenu, gliceryną, której cena jest o 70-80% niższa. Niskie ceny wynikają z faktu, że jest to produkt uboczny produkowanych obecnie na masową skalę biopaliw. Ciech rozpocznie najpierw od produkcji 5 tys. ton tą metodą. Szacujemy, że docelowo oszczędności na poziomie EBIT wyniosą 15 mln PLN już w 2015 roku.

**Nowa technologia produkcji TDI**

Inwestycja ta jest najmniej zaawansowana i w jej przypadku zakończenie fazy badań nastąpi dopiero w II kwartale 2012 roku. Ma ona na celu zmniejszyć koszty produkcji TDI – nowa technologia (fosgenowania w fazie gazowej) będzie mniej energochłonna. Obecnie na świecie istnieją już instalacje tego typu, a kolejne są w fazie planowania. Uważamy, że spółka albo zdecyduje się na zmianę obecnej technologii wytwarzania TDI, albo zrezygnuje całkowicie z produkcji TDI w Zachemie. Będzie to dla spółki decyzja strategiczna.

## Optymistyczne tendencje na rynku pozwoleń do emisji CO2

### Ciech, a polityka klimatyczna

Spośród wszystkich giełdowych producentów chemikaliów, Ciech był postrzegany jako spółka która poniesie największe koszty związane z koniecznością dokupywania pozwoleń na emisję CO2 w latach 2013-2020. Działo się tak ze względu na największe spośród spółek chemicznych zużycie węgla w zakładach produkcyjnych sodę. Jednak ze względu na znaczny wzrost kosztów w głównych branżach spółki w przypadku konieczności zakupu pozwoleń na emisję, (sektory zagrożone tzw. carbon leakage, czyli przeniesieniem produkcji poza granice UE - gdzie nie ma limitów emisji CO2), Ciech będzie mógł liczyć na darmowe pozwolenia. Ich ilość zostanie przydzielona jednak maksymalnie do wysokości tzw. benchmarków, czyli emisji dwutlenku węgla generowanych przez 10% najbardziej wydajnych instalacji w UE. Benchmarki sprawią, że najbardziej efektywne instalacje uzyskają przewagę. Przedsiębiorstwa z branż nie zagrożonych otrzymają pozwolenia w wysokości 80% benchmarków w 2013 roku. Liczba ta będzie stopniowo maleć do 30% w 2020 roku. Brakujące pozwolenia firmy będą mogły kupić na rynku. Według wstępnych obliczeń średnio w omawianym okresie obciążenia spółki wyniosą 8 mln EUR rocznie przy założeniu jednostkowej ceny prawa do emisji na poziomie 10 UR. Powyższe oszacowanie nie uwzględnia wzrostu kosztów z tytułu zakupu droższej energii elektrycznej od podmiotów zewnętrznych (w 2012 roku spółka na zakupy zewnętrznej energii elektrycznej wyda w przybliżeniu 106 mln PLN). Elektroenergetyka będzie bowiem kupować wszystkie pozwolenia na emisję z uwzględnieniem okresu przejściowego m.in. dla Polski.

### Notowania uprawnień do emisji CO2 (ICE ECX, EUR)



Źródło: Bloomberg

### Spadek cen uprawnień driverem wartości spółki

Biorąc powyższe pod uwagę, trendy na rynku notowań uprawnień do emisji CO2 mają istotny wpływ na wycenę akcji spółki.

Od połowy ubiegłego roku nastąpił spadek ceny uprawnień do emisji CO2 o prawie 60%. Choć rozpoczął się on dokładnie w momencie podania przez KE zasad obliczania liczby darmowych pozwoleń na emisję CO2 w przemyśle na lata 2013-2020, to większość obserwatorów wiąże spadek ze spowolnieniem w światowej gospodarce i nadpodażą pozwoleń. Cena pozwoleń w okresie 2013-2020 będzie się kształtować prawdopodobnie w lepszym otoczeniu gospodarczym, niż obecnie co implikuje wyższe ceny, które jednak będą raczej bliższe 10 EUR/t niż wcześniej zakładanym 15-20 EUR/t.

## Wyniki i prognozy

mIn PLN	IIQ'10	IIIQ'10	IVQ'10	IQ'11	IIQ'11	IIIQ'11
<b>Przychody</b>	<b>988,1</b>	<b>984,2</b>	<b>1026,0</b>	<b>1122,0</b>	<b>1015,1</b>	<b>1018,2</b>
- zmiana (r/r)	10%	10%	14%	17%	3%	3%
<b>EBIT</b>	<b>40,2</b>	<b>13,3</b>	<b>49,0</b>	<b>42,2</b>	<b>27,1</b>	<b>33,0</b>
- zmiana (r/r)	-58%	-37%	-	1%	-33%	148%
<b>EBITDA</b>	<b>100,1</b>	<b>73,4</b>	<b>107,9</b>	<b>96,8</b>	<b>81,6</b>	<b>88,8</b>
- zmiana (r/r)	81%	23%	96%	-4%	-18%	21%
<b>Zysk netto</b>	<b>-31,0</b>	<b>-28,9</b>	<b>83,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>7,8</b>
- zmiana (r/r)	-	-	-	-	-	-
<b>Dług netto</b>	<b>1 559,81</b>	<b>1 592,30</b>	<b>1 095,80</b>	<b>947,77</b>	<b>955,55</b>	<b>946,32</b>
Rentowność						
- EBIT	4%	1%	5%	4%	3%	3%
- EBITDA	10%	7%	11%	9%	8%	9%
- netto	-3%	-3%	8%	0%	0%	1%

m zł	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Aktywa</b>	<b>4 024,1</b>	<b>3 929,6</b>	<b>4 028,0</b>	<b>4 099,5</b>	<b>4 242,9</b>	<b>4 374,7</b>
Majątek trwały	2 758,1	2 459,8	2 629,7	2 719,6	2 768,3	2 800,6
- wartość firmy	52,3	51,3	64,1	64,1	64,1	64,1
Majątek obrotowy	1 266,1	1 469,7	1 398,3	1 379,9	1 474,6	1 574,1
- zapasy	314,2	299,2	329,5	327,6	342,0	349,6
- należności	817,2	733,2	892,0	886,9	926,0	946,4
- aktywa finansowe	<b>131,6</b>	<b>177,1</b>	<b>127,1</b>	<b>115,7</b>	<b>156,8</b>	<b>228,4</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>823,0</b>	<b>820,8</b>	<b>1 329,3</b>	<b>1 407,2</b>	<b>1 493,8</b>	<b>1 595,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	1 179,7	956,8	1 421,3	1 419,8	1 430,7	1 436,4
- oprocentowane	665,9	497,3	924,3	924,3	924,3	924,3
Zobowiązania krótkoterminowe	198,4	211,7	127,9	127,3	131,8	134,1
- oprocentowane	999,9	1 119,3	191,3	191,3	191,3	191,3
- handlowe	919,2	910,9	1 001,4	995,6	1 039,6	1 062,4
<b>Dług netto</b>	<b>1534,1</b>	<b>1439,5</b>	<b>988,5</b>	<b>999,9</b>	<b>958,9</b>	<b>887,2</b>
ROE	-	2%	1%	6%	6%	7%
ROA	-	1%	0%	2%	2%	2%

<b>Przychody</b>	<b>3 684,2</b>	<b>3 960,3</b>	<b>4 208,1</b>	<b>4 183,9</b>	<b>4 368,6</b>	<b>4 464,7</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	604,8	562,7	577,8	655,1	682,1	708,4
Koszty sprzedaży	218,6	277,6	263,8	262,3	273,9	279,9
Koszty ogólnego zarządu	295,1	230,1	209,1	207,9	217,0	221,8
Pozostałe saldo operacyjne	43,9	89,2	19,9	4,1	8,6	12,7
<b>EBIT</b>	<b>135,0</b>	<b>144,2</b>	<b>124,9</b>	<b>189,1</b>	<b>199,8</b>	<b>219,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>365,1</b>	<b>382,0</b>	<b>344,8</b>	<b>433,6</b>	<b>449,7</b>	<b>470,8</b>
Saldo dział. finansowej	-219,2	-90,6	-102,2	-91,9	-91,9	-92,7
Zysk (strata) brutto	-88,0	52,7	22,7	97,2	108,0	126,9
Podatek dochodowy	4,4	32,0	-4,2	18,5	20,5	24,1
Pozostałe korekty zysku netto	6,9	-0,3	-12,6	-0,9	-0,9	-0,9
Zysk netto	-85,5	20,5	14,3	77,9	86,6	101,9
<b>Zysk skorygowany</b>	<b>-85,5</b>	<b>20,5</b>	<b>14,3</b>	<b>77,9</b>	<b>86,6</b>	<b>101,9</b>

Rentowność						
- zysku brutto na sprzedaży	16%	14%	14%	16%	16%	16%
- EBIT	4%	4%	3%	5%	5%	5%
- EBITDA	10%	10%	8%	10%	10%	11%
- netto	-2%	1%	0%	2%	2%	2%

CF operacyjny	393,6	305,2	92,1	390,4	407,5	419,9
- amortyzacja	<b>230,1</b>	<b>237,8</b>	<b>219,9</b>	<b>244,6</b>	<b>249,9</b>	<b>251,3</b>
CF inwestycyjny	-318,4	16,1	-71,9	-334,4	-298,6	-283,6
- CAPEX	<b>-252,2</b>	<b>-216,9</b>	<b>-281,2</b>	<b>-300,0</b>	<b>-265,0</b>	<b>-250,0</b>
CF finansowy	10,6	-197,2	-70,2	-67,4	-67,9	-64,7
- dywidenda	<b>-6,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Środki pieniężne na koniec roku	131,6	177,1	127,1	115,7	156,8	228,4

Liczba akcji (m szt.)	28,0	28,0	52,7	52,7	52,7	52,7
BVPS (zł)	29,39	29,31	25,22	26,70	28,34	30,28
EPS (zł)	-3,05	0,73	0,27	1,48	1,64	1,93
EPS (skoryg.)	-3,05	0,73	0,27	1,48	1,64	1,93
DPS (zł)	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E	-6,2	26,0	69,8	12,9	11,6	9,8
P/E skoryg.	-6,2	26,0	69,8	12,9	11,6	9,8
EV/EBITDA	6,9	6,6	7,4	5,8	5,6	5,4
P/BV	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6

Research: **Tomasz Mazurczak**

**Hanna Kędziora**

**Michał Sztabler**

**Michał Buczyński**

**Grzegorz Kujawski**

**Paweł Wiśniewski**

Sales: **Krzysztof Kasiński**

**Artur Szymecki**

**Mariusz Musiał**

**Krzysztof Zajkowski**

**Artur Pałka**

## 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 poczynszy 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 transakcje 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

KUPIUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

AKUMUJ – 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 prawdziwych i 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 błędne opinie 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 rygorystycznie 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: Pomędzy 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 akcji 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 konsument. 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 związanych z organizacją rynku regulowanego, nabycia lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. 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 zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom. Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów 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. Przyjmując się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Dom Maklerskim S.A.

oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazania 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 24 stycznia 2012r.