



Dom Maklerski BDM S.A.

PUŁAWY

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka rozczarowała wynikami w 1H'18. W samym 2Q'18 EBITDA wyniosła zaledwie 37,5 mln PLN (najniżej od 8 lat!) z czego w nawozach 17 mln PLN. Spółka pokazała duży, negatywny efekt cenowy w tym segmencie przy rosnącej presji kosztowej na rynku gazu czy CO₂. Obserwując dalszy wzrost kosztów kluczowych surowców i uwzględniając IV okres rozliczeniowy ETS (po 2020 roku) zdecydowaliśmy się obniżyć rekomendację dla spółki do TRZYMAJ z ceną docelową 105 PLN/akcję. Z drugiej strony dostrzegamy wciąż atrakcyjną wycenę rynkową (EV/EBITDA wyraźnie poniżej 5,0x) z ok. 40% dyskontem do grupy porównawczej. Na koniec 2Q'18 spółka posiadała 0,5 mld PLN gotówki netto. Ma relatywnie doinwestowany i elastyczny majątek produkcyjny.

W 2Q'18 przychody w segmencie nawozów wzrosły o blisko 4% r/r przy wzroście wolumenów sprzedaży o ponad 14% r/r. W rezultacie spółka doświadczyła dużego, negatywnego efektu cenowego mimo rosnących benchmarków na rynkach światowych. Na konferencji po wynikach spółka tłumaczyła to redukcją zapasów nagromadzonych po bardzo słabym sezonie nawozowym w PL (kolejno mokro, mroźno, sucho) i przekierowaniem sprzedaży na rynki eksportowe.

W 2Q'18 średnie ceny gazu (TTF) wzrosły o blisko 40% r/r do 21,1 EUR/MWh. Obecnie kontynuują wzrostu (27-28 EUR/MWh), co oznacza zwyżki sięgające 60% r/r. Oprócz uzupełniania magazynów w Europie przed okresem zimowym popyt na gaz zwiększa rosnąca cena praw emisyjnych (20-21 EUR/t vs średnio 5,8 EUR/t w 2017 roku) zmieniająca mix produkcji energii (wzrost konkurencyjności generacji gazowej).

Puławy mają największą ekspozycję na koszty surowców energetycznych w Grupie Azoty. Rocznie spółka zużywa blisko 11 TWh gazu, który stanowił w 2017 roku 55% w kosztach zużycia materiałów i energii (30% przychodów). Spółka ma także dużą ekspozycję na cenę węgla energetycznego (0,6 MT), energii elektrycznej (1 TWh) i oczywiście CO₂ (1,2 MT).

Zaktualizowaliśmy prognozy wyników finansowych. Oczekujemy, że przy obecnych uwarunkowanych rynkowych spółka wróci na wzrostową ścieżkę wynikową dopiero od 2Q'19.

W bieżącej edycji raportu uwzględniliśmy system handlu emisjami CO₂ po 2020 roku (ETS IV), co może generować koszty w tym okresie przekraczające 200 mln PLN rocznie przy ograniczonej możliwości przeniesienia ich na ceny produktów (chemia w przeciwieństwie do energetyki to rynek globalny). Dostrzegając skalę problemów uważamy, że rząd do tego czasu będzie musiał znaleźć rozwiązanie dla całej branży energochłonnej na wzór mechanizmów stosowanych w innych państwach członkowskich. Prawo UE pozwala bowiem przeznaczyć część środków uzyskanych ze sprzedaży uprawnień do emisji na rekompensatę dla przemysłu. W Niemczech taka rekompensata sięga ok. 10 EUR/MWh. Wprowadzenie podobnego mechanizmu w Polsce pomogłoby spółce znacząco ograniczyć skalę wzrostu kosztów energetycznych/emisji, czego nie zakładamy.

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 105 PLN

24 WRZESIEŃ 2018, 9:54 CEST

Wycena DCF [PLN]	79
Wycena porównawcza [PLN]	130
Wycena końcowa [PLN]	105
Potencjał do wzrostu / spadku	10,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	95
Kapitalizacja [mln PLN]	1 815,9
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	147
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	92
Stopa zwrotu za 3 mc	-15,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-34,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-41,7%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%

Krzysztof Brymora

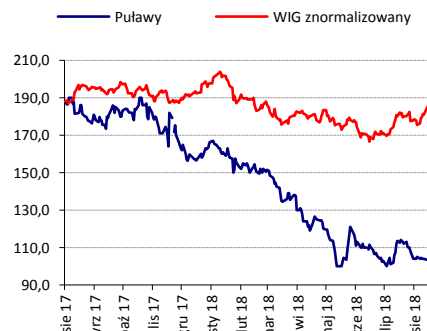
brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	3 814,0	3 345,1	3 490,9	3 452,8	3 707,0	3 791,5
EBITDA [mln PLN]	662,3	489,6	498,1	319,3	367,4	417,1
EBITDA adj. [mln PLN]	662,3	504,0	520,1	326,1	367,4	417,1
EBIT [mln PLN]	497,1	302,8	301,8	109,3	138,2	176,5
Wynik netto [mln PLN]	450,9	272,1	259,8	115,7	118,2	147,8
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P/E	4,0	6,7	7,0	15,7	15,4	12,3
EV/EBITDA	1,7	2,2	2,2	4,5	4,2	3,9
EV/EBIT	2,3	3,5	3,7	13,1	11,3	9,1
DY	7,4%	11,1%	9,0%	4,7%	3,8%	5,2%



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
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI 2Q'18.....	9
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	10
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 79 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 130 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 105 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	79
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	130
Wycena spółki [PLN]		105

Źródło: BDM S.A.

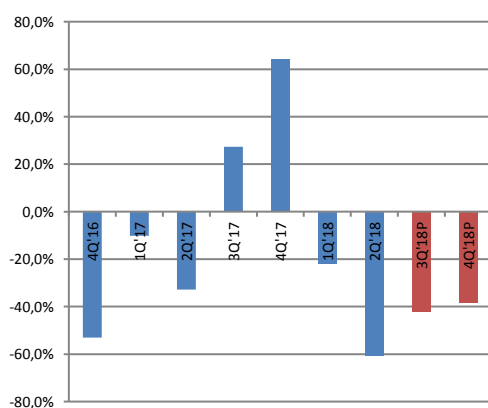
Obniżamy rekomendację dla spółki z kupuj do TRZYMAJ z ceną docelową 105 PLN/akcję wskazując na:

- słabe wyniki 1H'18, w szczególności 2Q'18 (spadek oczyszczonej EBITDA o 60% r/r);
- wyraźną, ujemną dynamikę wynikową w 2H'18;
- największą w GA ekspozycję na surowce energetyczne i prawa emisyjne;
- potencjalnie wysokie koszty emisji po 2020 roku (ETS IV);

Z drugiej strony dostrzegamy:

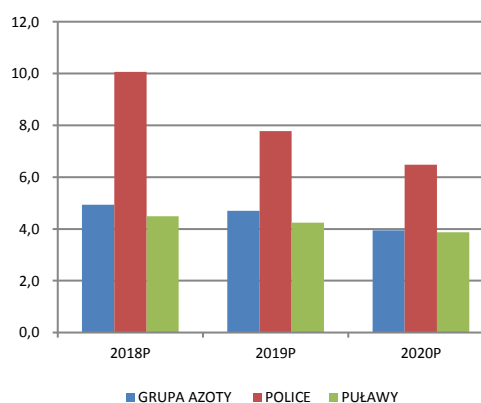
- silny bilans spółki (0,5 mld PLN gotówki netto);
- relatywnie niską wycenę rynkową (EV/EBITDA wyraźnie poniżej 5,0x);
- relatywnie doinwestowany i elastyczny majątek produkcyjny;

Dynamika EBITDA 4Q'16-4Q'18P [r/r]



Źródło: BDM S.A., Spółka

EV/EBITDA Puław na tle Grupy Azoty i Polic



Źródło: BDM S.A., Spółki

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko dalszego wzrostu cen surowców (gazu i węgla)

Spółka jest największym konsumentem gazu i węgla w Grupie Azoty (największa elektrociepłownia). Gaz stanowi ok. 55% kosztów zużycia materiałów i energii (ok. 30% przychodów), a węgiel ok. 8% (ok. 4% przychodów). Rosnące ceny gazu i węgla w 2017-2018 zdecydowanie wpłynęły na słabsze wyniki tego okresu. Istnieje ryzyko dalszych wzrostów kosztów, czego nie zakładamy (prognozy w oparciu o krzywe futures).

▪ Brak wyraźnych wzrostów cen nawozów

Oczekujemy systematycznego wzrostu cen nawozów i utrzymania ich historycznych relacji do notowań zbóż w długim terminie. Z obecnej perspektywy niskich cen, założenia te mogą okazać się jednak zbyt optymistyczne.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). W rejonach o niskich kosztach gazu (USA, Bliski Wschód) planowany jest wzrost mocy produkcyjnych. Taka sytuacja może dalej negatywnie wpływać na ceny, czego nie zakładamy (spodziewamy się utrzymania historycznych relacji cen nawozów i zbóż).

▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Spółka ma największą ekspozycję na koszty praw emisyjnych. Obecnie koszt emisji wzrósł do 20-21 EUR/t ze średniego poziomu 5,8 EUR/t w '17.

Szacujemy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie ok. 1,2-1,5 mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III (do 2020). W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 20 EUR/t (10 EUR/t poprzednio), co będzie generować koszty rzędu 90-120 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko dalszego wzrostu cen uprawnień wskutek działań KE.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (poprzednio nie uwzględnialiśmy z uwagi na brak szczegółów). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie 60%), co przy cenie 20 EUR/t będzie generować koszty rzędu 200 mln PLN rocznie.

▪ Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej

Spółka zrezygnowała z gazowej EC400 kosztem węglowej EC100, co odebraliśmy pozytywnie. Obecnie realizowane są 2 inwestycje zwiększające moce produkcyjne nawozów (granulacja mechaniczna+ NKA). Przy silnym bilansie (0,5 mld PLN gotówki netto) możliwe jest zaangażowanie w inne projekty inwestycyjne, których nie zakładamy.

▪ Ryzyko korporacyjne, niski free float

Grupa Azoty z uwagi na potrzeby kapitałowe, niski free float (4,0%) i chęć pozostawienia spółki na giełdzie (brak squeeze out, kwestie społeczne) mogłaby podjąć decyzję o emisji akcji z pozbawieniem prawa poboru na realizację dużych, strategicznych projektów, co negatywnie odbiłoby się na wycenie spółki.

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Na koniec 2017 roku w spółce pracowało 4,8 tys. ludzi z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 15% wszystkich kosztów. Istnieje ryzyko nieuzasadnionych żądań płacowych i strajków, które znacznie obciążą budżet firmy. Niemniej pracownicy Puław zarabiają najlepiej w Grupie Azoty, dlatego większej presji na podwyżki oczekujemy w pozostałych spółkach Grupy.

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 rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły w tabelach końcowych):

▪ Wolumeny

W Puławach obciążenie podstawowych ciągów nawozowych jest bliskie bądź chwilowo przekracza nominalne zdolności. Obecnie dociążana jest linia kaprolaktamu (po uruchomieniu PA6 w Tarnowie). Wąskie gardła całego procesu produkcyjnego to instalacja saletry amonowej, amoniaku i kwasu azotowego (problemy znikną po zakończeniu inwestycji w NKA i granulację po 2020 roku).

▪ Ceny produktów/surowców/walut

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców.

Ceny kluczowych nawozów uzależniamy od notowań zbóż na CBOT (aktualna krzywa terminowa, utrzymanie historycznych relacji pszenica/nawozy 2009-2017), co oznacza perspektywę ok. 40% wzrostu cen do 2020 roku w przypadku mocznika i 15-20% dla nawozów saletranych.

W przypadku mocnego obecnie rynku tworzyw i melaminy oczekujemy spadków cen odpowiednio w 2018 i 2019 roku i powrotu marż do historycznych poziomów 2009-2017.

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (perspektywa utrzymania 23-24 EUR/MWh do 2020 roku, potem spadek do 18 EUR/MWh po 2023 roku).

Surowce petrochemiczne opieramy o notowania ropy naftowej Brent (aktualna krzywa terminowa).

Kursy walut opieramy o aktualną krzywą terminową, co oznacza umocnienie złotówki do poziomów 3,3 USD/PLN (+6% vs poprzedni raport) i ma pozytywny wpływ na wyniki spółki (ceny nawozów).

▪ CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny (osobny rozdział). Na 2018 rok zarząd sygnalizował wydatki na poziomie 600 mln PLN wobec 400 mln PLN w 2017 roku. Największe inwestycje to granulacja mechaniczna i nowy kwas azotowy.

▪ ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA (10 EUR/t poprzednio), co będzie generować koszty rzędu 120-130 mln PLN rocznie do 2020 roku.

Po 2020 roku uwzględniamy ETSIV (2020-2030), w którym prawdopodobnie spółka dostanie jedynie 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%). Przy cenie 20 EUR/t zwiększy to roczne koszty do >200 mln PLN).

▪ Dywidenda

Z zysku za 2017 rok spółka wypłaciła 85 mln PLN dywidendy (DPS 4,46 PLN przy propozycji zarządu 5,94 PLN). Dało to ok. 30% ubiegłorocznego zysku. Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2018-2019 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła 60% (DY 3-6%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2018-2027 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 19 115 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 24 września 2018.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 79 PLN.

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 490,9	3 452,8	3 707,0	3 791,5	3 814,6	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0
EBIT [mln PLN]	323,9	116,1	138,2	176,5	121,2	153,9	175,8	174,7	172,8	170,4	168,6
Stopa podatkowa	16%	16%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	53,1	18,1	26,3	33,5	23,0	29,2	33,4	33,2	32,8	32,4	32,0
NOPLAT [mln PLN]	270,8	97,9	111,9	142,9	98,2	124,7	142,4	141,5	140,0	138,0	136,5
Amortyzacja [mln PLN]	196,2	209,7	229,2	240,7	246,2	248,1	249,4	250,4	251,0	251,3	251,4
CAPEX [mln PLN]	-403,8	-500,7	-389,2	-345,0	-270,8	-265,7	-262,6	-259,5	-256,4	-253,4	-250,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,7	-70,5	-15,7	-5,2	-1,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	61,6	-263,6	-63,8	33,3	72,2	105,5	129,2	132,3	134,5	136,0	137,6
DFCF [mln PLN]		-257,3	-57,2	27,4	54,4	73,0	82,0	77,0	71,8	66,6	61,9
Suma DFCF [mln PLN]		199,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 529,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		687,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]		886,8									
Dług netto [mln PLN]*		-629,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 515,8									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		79,3									

Przychody zmiana r/r	-1,1%	7,4%	2,3%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-64,2%	19,1%	27,7%	-31,3%	26,9%	14,2%	-0,7%	-1,1%	-1,4%	-1,1%	-1,1%
FCF zmiana r/r	-	-	-	116,5%	46,2%	22,4%	2,4%	1,7%	1,1%	1,2%	1,2%
Marża EBITDA	9,4%	9,9%	11,0%	9,6%	10,5%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%	10,9%
Marża EBIT	3,4%	3,7%	4,7%	3,2%	4,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża NOPLAT	2,8%	3,0%	3,8%	2,6%	3,2%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Przychody	14,5%	10,5%	9,1%	7,1%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%
CAPEX / Amortyzacja	238,8%	169,8%	143,4%	110,0%	107,1%	105,3%	103,7%	102,2%	100,8%	99,6%	99,6%
Zmiana KO / Przychody	2,0%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-185,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. DN z końca 2017 roku powiększony o wypłatę dywidendy 85 mln PLN
 ** - bez uwzględniania EC100

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

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	79,6	83,6	88,5	94,7	102,8	113,9	129,8	155,0	200,2
	0,8	75,9	79,4	83,6	88,9	95,7	104,7	117,4	136,5	168,2
	0,9	72,6	75,6	79,3	83,8	89,5	97,1	107,3	122,1	145,4
	1,0	69,5	72,2	75,4	79,3	84,2	90,5	98,9	110,6	128,3
	1,1	66,7	69,1	71,9	75,3	79,5	84,8	91,8	101,3	115,0
	1,2	64,2	66,2	68,7	71,7	75,3	79,9	85,7	93,5	104,4
	1,3	61,8	63,7	65,9	68,5	71,6	75,5	80,5	86,9	95,7

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%	83,7	88,3	94,0	101,3	111,1	124,8	145,4	179,6	248,2
	4,0%	75,9	79,4	83,6	88,9	95,7	104,7	117,4	136,5	168,2
	5,0%	69,5	72,2	75,4	79,3	84,2	90,5	98,9	110,6	128,3
	6,0%	64,2	66,2	68,7	71,7	75,3	79,9	85,7	93,5	104,4
	7,0%	59,6	61,3	63,2	65,5	68,3	71,7	75,9	81,3	88,5
	8,0%	55,8	57,1	58,7	60,5	62,6	65,2	68,3	72,2	77,2
	9,0%	52,4	53,5	54,8	56,2	57,9	59,9	62,2	65,2	68,8

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%	116,1	110,7	105,8	101,3	97,2	93,5	90,0	86,8	83,8
	4,0%	104,3	98,5	93,5	88,9	84,8	81,0	77,6	74,5	71,7
	5,0%	94,7	88,9	83,8	79,3	75,3	71,7	68,5	65,5	62,9
	6,0%	86,8	81,0	76,1	71,7	67,9	64,4	61,4	58,7	56,2
	7,0%	80,2	74,5	69,7	65,5	61,9	58,7	55,8	53,3	51,0
	8,0%	74,5	69,1	64,4	60,5	57,0	54,0	51,3	49,0	46,9
	9,0%	69,7	64,4	60,0	56,2	52,9	50,1	47,6	45,4	43,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 do wybranych spółek nawozowych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 21 września 2018 roku.

Porównując wyniki Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN, co odpowiada 130 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 95 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z istotnym dyskontem, ponad 40% do konkurentów. Jest to obecnie najtańsza spółka z branży i sektora nawozowego (nawet rosyjskie podmioty handlowane są przy wskaźnikach 6-7x EBITDA).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
YARA	28,6	15,2	11,6	10,8	7,9	6,5	23,1	13,2	10,2
ACRON	12,2	11,6	10,0	8,0	7,6	6,9	10,1	9,6	8,7
PHOSAGRO	8,9	8,9	8,5	6,3	6,1	5,6	7,9	7,6	7,0
URALKALI	4,2	4,3	-	4,9	4,5	-	6,5	6,2	-
NUTRIEN*	21,2	17,9	15,7	11,3	9,5	8,5	18,4	14,6	13,1
MOSAIC	19,6	15,0	12,8	8,6	7,3	6,7	16,1	12,8	10,7
CF INDUSTRIES	40,3	26,8	22,2	11,1	9,3	8,4	23,0	16,5	15,8
ISRAEL CHEMICALS	21,6	16,8	15,1	10,7	8,0	8,5	17,3	10,0	12,5
GRUPA AZOTY	24,3	19,4	13,1	4,9	4,7	3,9	21,4	18,1	11,9
POLICE	-	15,5	13,0	10,1	7,8	6,5	31,9	18,5	13,2
MEDIANA	21,2	15,4	13,0	9,3	7,7	6,7	17,9	13,0	11,9
PUŁAWY	15,7	15,4	12,3	4,5	4,2	3,9	13,1	11,3	9,1
Premia/dyskonto do spółki	-26,0%	0,0%	-5,8%	-51,8%	-44,8%	-41,8%	-26,6%	-13,2%	-23,3%
Wycena wg wskaźnika	128,4	95,0	100,9	175,8	161,3	155,7	122,2	107,4	120,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		108,1			164,2			116,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		129,7							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 21.09.2018. *- Nutrien- spółka powstała z połączenia Potash Corp i Agrium

WYNIKI 2Q'18

Wyniki 2Q'18 okazały się zbieżne z szacunkami publikowanymi 12.08 i jednocześnie wyraźnie słabsze od naszych pierwotnych założeń i konsensusu. One offs w EBITDA -6,8 mln PLN (odpisy RAT instalacji tłuszczów w Chorzowie). CFO wyniósł 253 mln PLN vs 73 mln PLN przed rokiem, a CAPEX 128 mln PLN vs 60 mln PLN przed rokiem. W rezultacie gotówka netto nieznacznie spada do 493 mln PLN (501 mln PLN w 1Q'18)- spółka w tym kwartale płaciła dywidendę (85 mln PLN).

W komentarzu do perspektyw wynikowych spółka wskazuje na niższe ceny mocznika w 3Q'18 (koniec sezonowego szczytu) i kontynuację trendu wzrostowego na nawozach wieloskładnikowych. Popyt na nawozy powinien ruszyć od sierpnia/września (po żniwach). W obszarze pozanawozowym spółka wskazuje na potencjalnie niższe ceny melaminy i kaprolaktamu (wzrost podaży w Chinach)

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18	zmiana r/r	2Q'18 szac.	różnica	2Q'18P BDM*	różnica	2Q'18P konsens	różnica
Przychody	787,9	849,0	7,7%	848,9	0,0%	774,8	9,6%	765,0	11,0%
Wynik brutto na sprzedaży	174,3	114,9	-34,1%			165,6	-30,6%		
EBITDA	78,3	30,7	-60,8%	30,8	-0,2%	66,9	-54,1%	71,8	-57,2%
EBITDA Adj.	93,0	37,2	-60,0%	37,5	-0,7%	73,6	-49,5%	71,8	-48,2%
EBIT	30,4	-22,0	-172,5%			14,7			
Zysk brutto	32,5	-1,8	-105,6%			18,1			
Zysk netto	27,1	-0,9	-103,4%	-2,0		14,7			
Zysk netto adj.	41,8	5,6	-86,7%	4,7	18,1%	21,5	-74,0%	20,3	-72,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,1%	13,5%				21,4%			
Marża EBITDA Adj.	11,8%	4,4%		4,4%		9,5%		9,4%	
Marża EBIT	3,9%	-2,6%				1,9%			
Marża zysku netto adj.	5,3%	0,7%		0,6%		2,8%		2,7%	
P/E 12m		9,5							
EV/EBITDA adj. 12m		3,2							

Źródło: BDM, spółka. Prognoza BDM i konsensus sprzed publikacji szacunków (12.08.18)

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

CAPEX na lata 2018-2019 jest nieznacznie wyższy od naszych oczekiwań z lutego 2018 i wynika z mniejszych inwestycji o charakterze modernizacyjnym.

Spółka na 2018 rok zapowiedziała CAPEX w wysokości 600 mln PLN. W naszych projekcjach uwzględniamy <500 mln PLN (realizacja w 1H'18 208 mln PLN).

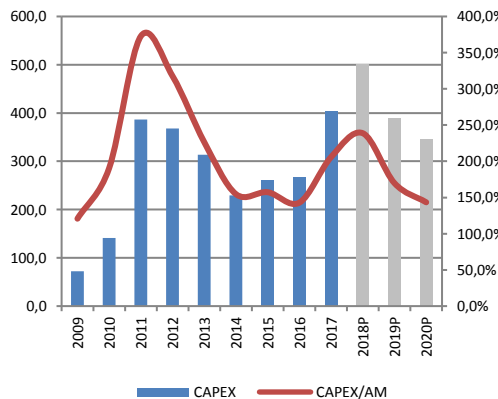
Obecnie spółka realizuje inwestycje w granulację mechaniczną nawozów (dodatkowo zdolność nawozów ok. 192 tys. ton, koniec 2020 rok) i rozpoczyna projekt nowej linii kwasu azotowego (zdolność +320 tys. ton, koniec 2021 rok) wraz z modernizacją starszych 4 jednostek (obniżenie energochłonności o 10-12% i zmniejszenie zużycia amoniaku o 3%, koniec 2024 rok). Spółka zaniechała w kwietniu'17 projekt gazowej EC400 zastępując go węglową EC100 (ogłoszony przetarg w styczniu'18). Elektrociepłownia pozwoli zbilansować zakład w zakresie zużycia energii elektrycznej i zapewni niezbędną ilość pary technologicznej dla nowych linii produkcyjnych. Z uwagi na brak szczegółów nie uwzględniamy tego projektu w wycenie. Potencjalne, duże wydatki inwestycyjne (budżet 0,89 mld PLN) mogą pojawić się po 2020 roku.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

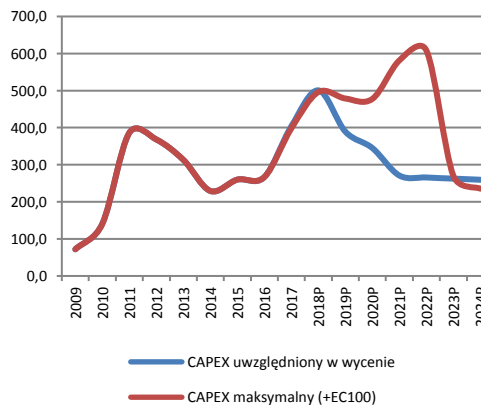
	Budżet	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	RAZEM
Wymiana turbozespołu TG2	99,0		11,1	45,2	42,7							99,0
Budowa terminalu przeładunkowego w GZNF	8,7	4,0	4,7									8,7
Instalacja kompaktowania nawozów w GZNF	14,8	0,2	13,6	1,0								14,8
Budowa bazy magazynowej RSM w Czulchowie	3,1	2,7										2,7
Kompresor wodoru 1900 Nm3	11,8	10,8	1,0									11,8
Instalacja NOx na kotłach EC	16,0	1,5										1,5
EC 400MWe*	1 125,0	4,6	3,8	0,6								9,0
EC 100 MWe/300 MWt	890,0				17,8	89,0	133,5	311,5	338,2			890,0
Kwas azotowy	695,0		0,5	73,7	55,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	65,4	695,0
Granulacja mechaniczna nawozów	385,0	8,9	42,8	85,2	131,3	70,0	46,8					385,0
Wymiana kondensatora karbaminianu amonu w sekcji syntezy	12,2		12,2									12,2
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	35,3			10,0	20,0	5,3						35,3
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	24,4			5,0	10,0	9,4						24,4
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	7,0			4,0								4,0
Modernizacja kotła parowego OP215 w celu redukcji NOx	93,0			1,0	44,0	30,0	18,0					93,0
Modernizacja sieci wody obiegowej w zakładzie amoniaku	24,1			4,8	5,0	5,0	9,3					24,1
Odtworzeniowy, pozostałe		191,1	177,1	167,8	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0	170,0	1 726,1
amortyzacja		165,2	186,8	196,2	209,7	229,2	240,7	246,2	248,1	249,4	250,4	2 221,8
RAZEM		223,8	266,8	398,3	496,2	478,7	477,6	581,5	608,2	270,0	235,4	4 036,6
RAZEM bez EC 90		223,8	266,8	398,3	478,4	389,7	344,1	270,0	270,0	270,0	235,4	3 146,6

Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie. ** - projekt zakończony (zmiana na węglową EC100)

CAPEX historyczny i prognozowany [mln PLN]



CAPEX w wersji bazowej i maksymalnej [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie

Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

Główne założenia kwartalne

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	465,5	470,5	405,5	403,1	429,4	435,2	455,3	423,0	454,2	497,8	497,0	522,0
Pszenica [USD/t]	171,0	172,9	149,0	148,1	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	182,6	191,8
Ropa Brent [USD/bbl]	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	75,3	78,2
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	12,7	13,2	13,1	17,3	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	28,9
[USD/MMBTU]	4,1	4,4	4,3	5,5	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	9,9
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	21,8	19,7	18,1	18,8	21,2	23,4	21,7					
Ceny produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	299,1	218,8	209,0	229,4	290,3	250,0	234,2	278,8	277,4	254,5	274,9	280,0
RSM [USD/t]	135,9	129,0	113,5	124,3	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	140,2	145,8
Mocznik [USD/t]	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	260,0	280,0
siarczan amonu [USD/t]	131,3	124,9	103,2	114,8	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	131,3	126,9
NPK 16-16-16 [USD/t]	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	269,2	270,0
Chemia												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 428,5	1 530,8	1 540,8	1 549,2	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 087,4	2 147,5	2 132,8	2 157,5	2 100,0
Melamina [EUR/t]	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0	1 441,7	1 491,7	1 533,3	1 569,3	1 620,0	1 650,0	1 655,0	1 600,0
Cena surowców												
Fosforyty [USD/t]	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	125,7
Sól potasowa [USD/t]	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	246,7	270,0
Benzen [EUR/t]	553,2	594,5	619,3	610,3	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	767,1	791,1
Węgiel [PLN/t]	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7	303,3	303,3	303,3	303,3
Energia [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,36	4,37	4,34	4,38	4,33	4,22	4,26	4,23	4,18	4,26	4,31	4,34
USD/PLN	3,96	3,87	3,89	4,07	4,06	3,83	3,62	3,59	3,40	3,58	3,72	3,72
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,17	1,18	1,23	1,19	1,16	1,17

Źródło: BDM S.A., ** - brak taryfy przemysłowej od października'17

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Przychody	951,0	808,4	710,4	875,3	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	797,4	896,0
Nawozy	662,3	467,7	407,3	527,6	598,8	453,6	450,6	502,0	505,8	470,3	398,6	435,5
Saletra amonowa	292,0	160,7	143,0	231,6	270,2	158,6	191,7	252,7	231,6	220,5	205,2	260,1
RSM	85,4	104,4	73,8	65,9	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	75,5	72,2
Mocznik Pulrea	142,1	62,2	54,4	99,5	76,0	125,1	136,8	122,5	145,3	61,3	48,2	54,8
Siarczan amonu/ATS	20,8	34,3	8,0	3,6	26,2	15,7	16,9	5,6	20,6	23,5	20,3	19,6
NPK	65,0	53,0	65,0	67,0	54,0	51,0	45,0	55,0	39,0	48,9	49,4	28,7
Chemia	251,9	291,3	268,9	299,5	364,7	296,5	317,3	356,4	353,3	345,6	368,6	417,2
Kaprolaktam	71,0	92,0	72,0	91,0	141,0	87,0	109,0	124,0	120,0	117,6	146,6	143,4
Melamina	100,0	116,0	109,0	118,0	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	141,7	168,6
Mocznik Pulnox	51,0	52,0	54,0	57,0	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	56,2	73,6
Udział												
Nawozy	69,6%	57,9%	57,3%	60,3%	59,7%	57,6%	56,5%	55,7%	55,6%	55,4%	50,0%	48,6%
Saletra amonowa	30,7%	19,9%	20,1%	26,5%	26,9%	20,1%	24,0%	28,0%	25,4%	26,0%	25,7%	29,0%
RSM	9,0%	12,9%	10,4%	7,5%	10,0%	13,1%	7,5%	7,3%	7,6%	13,7%	9,5%	8,1%
Mocznik Pulrea	14,9%	7,7%	7,7%	11,4%	7,6%	15,9%	17,1%	13,6%	16,0%	7,2%	6,0%	6,1%
Siarczan amonu/ATS	2,2%	4,2%	1,1%	0,4%	2,6%	2,0%	2,1%	0,6%	2,3%	2,8%	2,5%	2,2%
NPK	6,8%	6,6%	9,1%	7,7%	5,4%	6,5%	5,6%	6,1%	4,3%	5,8%	6,2%	3,2%
Chemia	26,5%	36,0%	37,8%	34,2%	36,4%	37,6%	39,8%	39,5%	38,8%	40,7%	46,2%	46,6%
Kaprolaktam	7,5%	11,4%	10,1%	10,4%	14,1%	11,0%	13,7%	13,8%	13,2%	13,9%	18,4%	16,0%
Melamina	10,5%	14,4%	15,3%	13,5%	11,9%	13,7%	14,8%	14,5%	14,5%	14,9%	17,8%	18,8%
Mocznik Pulnox	5,4%	6,4%	7,6%	6,5%	6,9%	8,5%	6,9%	7,7%	7,2%	7,0%	7,0%	8,2%
Zmiana r/r	-11,2%	-2,3%	-24,0%	-10,7%	5,5%	-2,5%	12,3%	3,0%	-9,2%	7,7%	-0,1%	-0,6%
Nawozy	-10,8%	-6,3%	-35,3%	-15,6%	-9,6%	-3,0%	10,7%	-4,8%	-15,5%	3,7%	-11,6%	-13,2%
Saletra amonowa	-10,8%	-21,9%	-45,8%	-19,6%	-7,5%	-1,3%	34,0%	9,1%	-14,3%	39,0%	7,0%	2,9%
RSM	-43,1%	2,2%	-42,3%	-17,6%	17,5%	-1,2%	-18,4%	0,5%	-30,8%	12,7%	25,3%	9,1%
Mocznik Pulrea	13,2%	-38,3%	-4,3%	3,7%	-46,5%	101,0%	151,7%	23,0%	91,1%	-51,0%	-64,8%	-55,2%
Siarczan amonu/ATS	-7,8%	320,8%	-47,6%	-85,8%	26,2%	-54,1%	110,6%	55,6%	-21,6%	49,5%	20,3%	248,7%
NPK	-13,3%	-3,6%	-28,6%	-1,5%	-16,9%	-3,8%	-30,8%	-17,9%	-27,8%	-4,2%	9,8%	-47,7%
Chemia	-14,4%	-8,0%	2,0%	5,7%	44,8%	1,8%	18,0%	19,0%	-3,1%	16,6%	16,2%	17,1%
Kaprolaktam	-32,4%	-15,6%	12,5%	2,2%	98,6%	-5,4%	51,4%	36,3%	-14,9%	35,2%	34,5%	15,7%
Melamina	4,2%	17,2%	10,1%	19,2%	19,0%	-6,9%	8,3%	11,0%	10,9%	17,2%	20,1%	28,7%
Mocznik Pulnox	-21,5%	-31,6%	-19,4%	-10,9%	35,3%	28,8%	1,9%	21,1%	-4,3%	-10,7%	2,2%	6,7%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	576,5	546,0	439,8	472,8	554,9	517,9	463,5	419,6	486,1	591,8	438,5	451,3
Saletra amonowa	223,8	168,0	157,7	230,5	215,1	150,4	192,3	214,2	199,7	203,3	173,0	214,2
RSM	144,0	185,0	150,0	121,0	156,0	192,4	131,4	114,2	126,4	209,7	124,8	114,2
Mocznik Pulrea	112,5	52,0	42,0	71,0	87,5	68,1	49,8	52,7	78,8	54,5	49,8	52,7
Siarczan amonu/ATS	40,0	71,0	20,0	7,8	47,5	36,2	40,8	11,5	44,7	55,0	41,6	41,6
NPK	56,3	70,0	70,1	42,6	48,8	70,7	49,3	27,0	36,6	69,3	49,3	28,7
Chemia	82,7	90,9	92,5	102,0	102,4	97,2	95,6	100,5	97,8	90,8	93,7	110,8
Kaprolaktam	14,8	13,8	12,7	15,5	16,4	7,3	15,5	5,7	6,0	3,8	15,8	15,8
Melamina	19,9	23,0	21,8	23,5	23,1	20,8	22,1	24,1	23,8	22,0	19,9	24,3
Mocznik Pulnox	48,0	54,0	58,0	63,0	63,0	69,1	58,1	70,7	68,0	65,0	58,1	70,7
Produkcja NH3 [tys. ton]	324,1	291,7	265,4	315,0	330,6	288,5	282,8	287,1	298,1	306,7	265,8	302,1

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak

Główne założenia roczne

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Główne założenia													
Pszenica [USD/100bu]	507,4	436,2	435,7	492,8	559,6	595,9	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7
Pszenica [USD/t]	186,4	160,3	160,1	181,1	205,6	219,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0
Ropa Brent [USD/bbl]	53,7	45,0	55,2	73,8	76,3	72,4	69,1	66,6	65,1	64,3	64,0	64,0	64,0
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	19,7	14,1	17,2	24,0	24,0	22,1	20,8	19,6	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
[USD/MMBTU]	6,4	4,6	5,7	8,3	8,4	8,1	7,8	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	25,8	19,6	22,1										
Ceny produktów													
Nawozy													
Saletra amonowa [EUR/t]	316,9	239,1	263,3	271,7	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
RSM [USD/t]	178,3	125,7	130,1	136,9	152,1	152,0	150,3	148,6	148,6	148,6	148,6	148,6	148,6
Mocznik [USD/t]	268,7	194,3	217,9	248,0	287,5	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
siarczan amonu [USD/t]	142,1	118,5	125,0	128,3	114,6	119,8	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1
NPK 16-16-16 [USD/t]	322,7	263,7	243,0	263,1	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Chemia													
Kaprolaktam [EUR/t]	1 602,4	1 512,3	2 102,5	2 134,5	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0
Melamina [EUR/t]	1 349,6	1 385,4	1 509,0	1 631,3	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
Cena surowców													
Fosforyty [USD/t]	127,5	100,2	90,5	105,7	130,7	134,3	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1
Sól potasowa [USD/t]	298,5	235,3	230,3	252,2	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Benzen [EUR/t]	634,6	594,3	762,0	759,1	756,0	686,5	637,7	599,1	585,3	578,2	575,1	575,1	575,1
Węgiel [PLN/t]	246,3	234,0	252,7	303,3	333,6	333,6	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2
Energia [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	250,0	255,0	260,1	265,3	270,6	276,0	281,5
Waluty													
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,27	4,40	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
USD/PLN	3,77	3,95	3,78	3,60	3,69	3,56	3,47	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
EUR/USD	1,11	1,11	1,13	1,19	1,19	1,25	1,28	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A., ** - brak taryfy przemysłowej od października'17

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	3 814,0	3 345,1	3 490,9	3 452,8	3 707,0	3 791,5	3 814,6	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0
Nawozy	2 496,1	2 064,9	2 005,0	1 810,2	1 967,6	1 996,2	2 029,9	2 064,5	2 064,5	2 064,5	2 064,5	2 064,5	2 064,5
Saletra amonowa	1 085,3	827,4	873,2	917,3	1 017,5	1 025,8	1 077,1	1 130,9	1 130,9	1 130,9	1 130,9	1 130,9	1 130,9
RSM	460,1	329,5	329,9	333,3	387,9	391,3	386,9	382,5	382,5	382,5	382,5	382,5	382,5
Mocznik Pulrea	379,3	358,3	460,4	309,5	251,5	251,8	245,1	238,6	238,6	238,6	238,6	238,6	238,6
Siarczan amonu/ATS	71,4	66,7	64,5	84,0	74,3	83,6	83,6	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4	81,4
NPK	289,0	250,0	205,0	166,0	236,4	243,7	237,3	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0	231,0
Chemia	1 158,1	1 111,7	1 334,9	1 484,7	1 573,8	1 629,6	1 619,0	1 608,8	1 608,8	1 608,8	1 608,8	1 608,8	1 608,8
Kapolaktam	367,0	326,0	461,0	527,7	563,0	597,7	597,7	597,7	597,7	597,7	597,7	597,7	597,7
Melamina	393,0	443,0	476,0	569,0	613,4	632,5	632,5	632,5	632,5	632,5	632,5	632,5	632,5
Mocznik Pulnox	272,0	214,0	260,0	255,6	278,2	279,6	272,2	265,1	265,1	265,1	265,1	265,1	265,1
Udział													
Nawozy	65,4%	61,7%	57,4%	52,4%	53,1%	52,6%	53,2%	53,8%	53,8%	53,8%	53,8%	53,8%	53,8%
Saletra amonowa	28,5%	24,7%	25,0%	26,6%	27,4%	27,1%	28,2%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
RSM	12,1%	9,8%	9,5%	9,7%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Mocznik Pulrea	9,9%	10,7%	13,2%	9,0%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Siarczan amonu/ATS	1,9%	2,0%	1,8%	2,4%	2,0%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
NPK	7,6%	7,5%	5,9%	4,8%	6,4%	6,4%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Chemia	30,4%	33,2%	38,2%	43,0%	42,5%	43,0%	42,4%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%
Kapolaktam	9,6%	9,7%	13,2%	15,3%	15,2%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Melamina	10,3%	13,2%	13,6%	16,5%	16,5%	16,7%	16,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Mocznik Pulnox	7,1%	6,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Zmiana r/r	4,1%	-12,3%	4,4%	-1,1%	7,4%	2,3%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	8,4%	-17,3%	-2,9%	-9,7%	8,7%	1,5%	1,7%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	4,7%	-23,8%	5,5%	5,1%	10,9%	0,8%	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	6,3%	-28,4%	0,1%	1,0%	16,4%	0,9%	-1,1%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	24,6%	-5,5%	28,5%	-32,8%	-18,7%	0,1%	-2,6%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	-19,4%	-6,6%	-3,4%	30,3%	-11,6%	12,6%	0,0%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	36,3%	-13,5%	-18,0%	-19,0%	42,4%	3,1%	-2,6%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	-5,0%	-4,0%	20,1%	11,2%	6,0%	3,5%	-0,6%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapolaktam	-24,7%	-11,2%	41,4%	14,5%	6,7%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	5,2%	12,7%	7,4%	19,5%	7,8%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	7,7%	-21,3%	21,5%	-1,7%	8,8%	0,5%	-2,6%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]													
Nawozy	2163	2035	1956	1968	1958	1992	2045	2102	2118	2136	2156	2176	2198
Saletra amonowa	817	780	772	790	771	771	809	850	850	850	850	850	850
RSM	614	600	594	575	580	580	580	580	580	580	580	580	580
Mocznik Pulrea	338	278	258	236	236	236	236	236	236	236	236	236	236
Siarczan amonu/ATS	134	139	136	183	176	196	196	196	196	196	196	196	196
NPK	261	239	196	184	196	209	224	240	256	274	293	314	336
Chemia	373	368	396	393	418	424	424	424	424	424	424	424	424
Kapolaktam	57	57	45	41	67	70	70	70	70	70	70	70	70
Melamina	83	88	90	90	90	92	92	92	92	92	92	92	92
Mocznik Pulnox	233	223	261	262	262	262	262	262	262	262	262	262	262
Produkcja NH3 [tys. ton]	1 241,2	1 196,2	1 189,0	1 172,7	1 202,2	1 213,2	1 193,2	1 210,5	1 210,5	1 210,5	1 210,5	1 210,5	1 210,5
wykorzystanie mocy	110%	106%	106%	104%	107%	108%	106%	108%	108%	108%	108%	108%	108%
Produkcja HNO3 [tys. ton]	1 031,7	994,2	984,0	986,6	974,6	974,6	1 005,0	1 037,0	1 037,0	1 037,0	1 037,0	1 037,0	1 037,0
wykorzystanie mocy	103%	99%	98%	99%	97%	97%	101%	104%	104%	79%	79%	79%	79%
Produkcja AN [tys. ton]	1 307,6	1 260,1	1 247,2	1 250,4	1 235,3	1 235,3	1 273,8	1 314,3	1 314,3	1 314,3	1 314,3	1 314,3	1 314,3
wykorzystanie mocy	119%	115%	113%	114%	112%	112%	99%	102%	98%	98%	98%	98%	98%
Produkcja U [tys. ton]	1 191,2	1 149,9	1 177,6	1 152,4	1 153,4	1 165,6	1 165,6	1 165,6	1 165,6	1 165,6	1 165,6	1 165,6	1 165,6
wykorzystanie mocy	98%	95%	97%	95%	95%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, HNO3- kwas azotowy, AN- saletra amonowa, U- mocznik

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	2 304,5	2 546,3	2 837,3	2 997,3	3 101,7	3 126,3	3 143,9	3 157,1	3 166,2	3 171,7	3 173,7	3 172,7
Wartości niematerialne i prawne	53,4	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3
Rzeczowe aktywa trwałe	2 127,4	2 275,9	2 566,9	2 726,9	2 831,3	2 855,9	2 873,5	2 886,7	2 895,8	2 901,3	2 903,3	2 902,3
Aktywa obrotowe	1 698,0	1 712,1	1 354,1	1 294,1	1 260,1	1 193,7	1 207,7	1 212,3	1 202,0	1 194,9	1 190,8	1 190,4
Zapasy	324,8	385,0	383,6	411,9	421,3	423,8	426,6	426,6	426,6	426,6	426,6	426,6
Należności krótkoterminowe	456,9	468,2	492,5	528,7	540,8	544,1	547,6	547,6	547,6	547,6	547,6	547,6
Inwestycje krótkoterminowe	808,3	763,7	382,7	258,3	202,8	130,5	138,3	143,0	132,6	125,5	121,4	121,0
-środki pieniężne i ekwiwalenty	803,7	762,7	381,7	257,2	201,8	129,5	137,2	141,9	131,6	124,5	120,4	119,9
Aktywa razem	4 002,4	4 258,4	4 191,4	4 291,5	4 361,8	4 320,0	4 351,6	4 369,4	4 368,2	4 366,5	4 364,5	4 363,0
Kapitał (fundusz) własny	3 100,7	3 192,8	3 223,2	3 272,0	3 325,3	3 278,8	3 305,5	3 323,3	3 322,1	3 320,4	3 318,4	3 316,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 399,8	2 504,3	2 678,8	2 725,0	2 748,7	2 748,7	2 748,7	2 748,7	2 748,7	2 748,7	2 748,7	2 748,7
Zysk (strata) netto okresu	272,1	259,8	115,7	118,2	147,8	101,3	128,0	145,8	144,7	143,0	141,0	139,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	899,3	1 064,8	968,4	1 019,7	1 036,8	1 041,4	1 046,4	1 046,4	1 046,4	1 046,4	1 046,4	1 046,4
Rezerwy na zobowiązania	210,3	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5
Zobowiązania długoterminowe	41,8	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
-oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	647,2	793,2	696,8	748,1	765,2	769,9	774,8	774,8	774,8	774,8	774,8	774,8
-oprocentowane	46,3	48,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	4 002,4	4 258,4	4 191,4	4 291,5	4 361,8	4 320,0	4 351,6	4 369,4	4 368,2	4 366,5	4 364,5	4 363,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	3 345,1	3 490,9	3 452,8	3 707,0	3 791,5	3 814,6	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0	3 839,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 535,9	2 671,3	2 788,0	2 927,6	2 949,9	2 937,8	2 920,2	2 890,7	2 884,0	2 877,8	2 871,8	2 865,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	809,2	819,6	664,8	779,4	841,6	876,8	918,8	948,3	955,0	961,2	967,2	973,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	489,1	495,5	492,1	518,5	532,0	541,0	550,3	557,9	565,7	573,8	582,1	590,7
Zysk (strata) na sprzedaży	320,1	324,1	172,7	260,8	309,6	335,8	368,5	390,4	389,2	387,4	385,0	383,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-17,3	-22,3	-63,4	-122,7	-133,1	-214,6	-214,6	-214,6	-214,6	-214,6	-214,6	-214,6
EBITDA	489,6	498,1	319,3	367,4	417,1	367,5	402,0	425,2	425,0	423,8	421,7	419,9
EBIT	302,8	301,8	109,3	138,2	176,5	121,2	153,9	175,8	174,7	172,8	170,4	168,6
Saldo działalności finansowej	18,6	5,6	24,6	7,7	6,1	3,9	4,1	4,3	3,9	3,7	3,6	3,6
Zysk (strata) brutto	324,0	308,8	135,8	145,9	182,5	125,1	158,0	180,1	178,6	176,5	174,0	172,2
Zysk (strata) netto	272,1	259,8	115,7	118,2	147,8	101,3	128,0	145,8	144,7	143,0	141,0	139,5

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	540,5	518,6	243,9	326,5	378,1	342,5	370,7	391,0	391,1	390,2	388,7	387,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-254,6	-407,0	-491,2	-381,5	-339,0	-267,0	-261,5	-258,3	-255,6	-252,7	-249,8	-246,7
Przepływy z działalności finansowej	-195,7	-159,8	-133,7	-69,4	-94,5	-147,8	-101,3	-128,0	-145,8	-144,7	-143,0	-141,0
Przepływy pieniężne netto	90,2	-48,2	-381,0	-124,5	-55,4	-72,3	7,8	4,7	-10,3	-7,1	-4,1	-0,4
Środki pieniężne na początek okresu	713,5	803,7	762,7	381,7	257,2	201,8	129,5	137,2	141,9	131,6	124,5	120,4
Środki pieniężne na koniec okresu	803,7	762,7	381,7	257,2	201,8	129,5	137,2	141,9	131,6	124,5	120,4	119,9

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	4,4%	-1,1%	7,4%	2,3%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	1,7%	-35,9%	15,1%	13,5%	-11,9%	9,4%	5,8%	0,0%	-0,3%	-0,5%	-0,4%
EBIT zmiana r/r	-0,3%	-63,8%	26,4%	27,7%	-31,3%	26,9%	14,2%	-0,7%	-1,1%	-1,4%	-1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-4,5%	-55,5%	2,1%	25,1%	-31,4%	26,3%	14,0%	-0,8%	-1,2%	-1,4%	-1,1%
Marża brutto na sprzedaży	23,5%	19,3%	21,0%	22,2%	23,0%	23,9%	24,7%	24,9%	25,0%	25,2%	25,4%
Marża EBITDA	14,3%	9,2%	9,9%	11,0%	9,6%	10,5%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%
Marża EBIT	8,6%	3,2%	3,7%	4,7%	3,2%	4,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%
Marża brutto	8,8%	3,9%	3,9%	4,8%	3,3%	4,1%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
Marża netto	7,4%	3,4%	3,2%	3,9%	2,7%	3,3%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%
COGS / przychody	76,5%	80,7%	79,0%	77,8%	77,0%	76,1%	75,3%	75,1%	75,0%	74,8%	74,6%
SG&A / przychody	14,2%	14,3%	14,0%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%	15,2%	15,4%
SG&A / COGS	18,5%	17,7%	17,7%	18,0%	18,4%	18,8%	19,3%	19,6%	19,9%	20,3%	20,6%
ROE	8,1%	3,6%	3,6%	4,4%	3,1%	3,9%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%
ROA	6,1%	2,8%	2,8%	3,4%	2,3%	2,9%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%
Dług	48,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-714,2	-381,7	-257,2	-201,8	-129,5	-137,2	-141,9	-131,6	-124,5	-120,4	-119,9
Dług netto / kapitał własny	-22,4%	-11,8%	-7,9%	-6,1%	-3,9%	-4,2%	-4,3%	-4,0%	-3,7%	-3,6%	-3,6%
Dług netto / EBITDA	-1,4	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBIT	-2,4	-3,5	-1,9	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
EV	1 101,7	1 434,3	1 558,7	1 614,2	1 686,5	1 678,7	1 674,0	1 684,3	1 691,5	1 695,5	1 696,0
Dług / EV	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	11,6%	14,5%	10,5%	9,1%	7,1%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%
CAPEX / Amortyzacja	205,8%	238,8%	169,8%	143,4%	110,0%	107,1%	105,3%	103,7%	102,2%	100,8%	99,6%
Amortyzacja / Przychody	5,6%	6,1%	6,2%	6,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	2,0%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,1%	-185,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	-	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	7,0	15,7	15,4	12,3	17,9	14,2	12,5	12,6	12,7	12,9	13,0
P/BV*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/CE*	4,0	5,6	5,2	4,7	5,2	4,8	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
EV/EBITDA*	2,2	4,5	4,2	3,9	4,6	4,2	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
EV/EBIT*	3,7	13,1	11,3	9,1	13,9	10,9	9,5	9,6	9,8	9,9	10,1
EV/S*	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	167,0	168,6	171,2	174,0	171,5	172,9	173,9	173,8	173,7	173,6	173,5
EPS	13,6	6,1	6,2	7,7	5,3	6,7	7,6	7,6	7,5	7,4	7,3
CEPS	23,9	17,0	18,2	20,3	18,2	19,7	20,7	20,7	20,6	20,5	20,4
FCFPS	3,2	-13,8	-3,3	1,7	3,8	5,5	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2
DPS za okres	8,6	4,5	3,6	4,9	7,7	5,3	6,7	7,6	7,6	7,5	7,4
Payout ratio	60,3%	32,8%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 95,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

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

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji Puławy

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	105	Kupuj	202*	24.09.2018	9:54 CEST	95,0	58 273,8
Kupuj	207	Kupuj	217*	14.02.2018	13:35 CEST	151,5	63 319,7
Kupuj	226	Akumuluj	230*	27.07.2017	8:35 CEST	185	62 333,0
Akumuluj	239	Trzymaj	165*	28.07.2016		206	46 854,0
Trzymaj	165*	Akumuluj	154*	06.11.2015		178	50 106,0
Akumuluj	154*	Akumuluj	170	08.08.2014		139	49 958,7
Akumuluj	170	Akumuluj	190*	13.01.2014		147	50 509,9
Akumuluj	190*	-	-	16.10.2013		179	52 598,2

*- skorygowane o DIV (10,4 PLN/akcję w 2014, 7,03 PLN/akcję w 2015 roku, 10,5 PLN/akcję w 2016 roku, 8,58 PLN/akcję w 2017 roku, 4,46 PLN/akcję w 2018 roku)

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 3Q'18*:			, 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	3	27%	1	100%
Akumuluj	2	18%	0	0%
Trzymaj	2	18%	0	0%
Redukuj	5	45%	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 reklamy ani 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 negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie 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 24.09.2018 roku (9:54 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.09.2018 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 częstotliwość 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 24.09.2018 roku:

- 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 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.