



Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 46,4 PLN

28 LUTEGO 2019, 10:35 CEST

Od października'18 wycena Grupy Azoty wzrosła o ok. 70%, w pełni odzwierciedlając spadający koszt gazu (-40%). Obecnie surowiec ten w Europie jest tańszy niż rok temu przy systematycznie podnoszonych cenach nawozów. Po rozczarującym 2-3Q'18, kiedy nie udało się zrealizować wystarczających podwyżek, liczymy że w 4Q'18-1Q'19 zrealizowane ceny powinny zmniejszyć dyskonto do obserwowanych benchmarków w Europie. Z drugiej strony widzimy słabszą koniunkturę w tworzywach, gdzie ponad 40% produkowanego poliamidu trafia bezpośrednio do Automotive. Rodzi to ryzyko w jednostkowych wynikach Tarnowa. W bieżącej edycji raportu uwzględniamy Compo Expert konsolidowane od 26.11.2018. Szacujemy, że transakcja o wartości ok. 1,3 mld PLN (227 mln EUR cena za udziały + 80 mln EUR szacowanego długu netto) przyczyni się do wzrostu zadłużenia netto Grupy Azoty na koniec 2018 istotnie powyżej 2 mld PLN (blisko 3,0x EBITDA LTM), a dług ten pozostanie nominalnie wysoki także w najbliższych latach z uwagi na ambitny program inwestycyjny. W rezultacie utrzymujemy zalecenie TRZYMAJ dla spółki podnosząc jednocześnie cenę docelową do 46,4 PLN/akcję.

Spółka rozczarowała wynikami za 2-3Q'18, co wynikało z braku podwyżek cen nawozów w otoczeniu wysokich i rosnących kosztów gazu. Nałożyła się na to słaba sytuacja popytowa determinowana niesprzyjającą pogodą w 1-2Q'18.

Zrealizowane ceny nawozów były najniższe w 2Q'18. Od tego czasu widzimy systematyczny wzrost cen, a jego kulminacja powinna przypaść na 1Q'19, sezonowo najlepszy kwartał w roku. W 3-4Q'18 będzie on jeszcze zbyt mały aby zrównoważyć wzrost kosztów gazu. Przy niższej cenie surowca pojawia się perspektywa bardzo dobrych wyników w 1Q'19.

W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

W Europie zmienność cen gazu w roku determinuje gł. pogoda. Wyraźnie większe zapotrzebowanie obserwuje się w 4Q-1Q, co przekłada się na najwyższe ceny w tym okresie. Obecnie ciepła zima to gł. powód spadku kosztów gazu.

W 2020 roku możliwości importowe gazu z Rosji wzrosną o 55 mld m3 (Nord Stream II). Do 2021 roku możliwości eksportowe gazu z USA wzrosną o ok. 50 mld m3 do ok. 90 mld m3 gazu (LNG). Przypadnie to na okres zmniejszania zapotrzebowania Japonii (największy importer) na LNG w związku ze stopniowym uruchamianiem bloków jądrowych zatrzymanych po katastrofie w Fukushima. Ceny gazu powinny więc być konkurencyjne.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	8 966,8	9 617,5	10 017,2	11 792,5	12 356,6	12 364,3
EBITDA [mln PLN]	948,0	1 186,9	773,5	1 332,1	1 480,7	1 437,8
EBITDA adj. [mln PLN]	1 033,0	1 261,3	780,3	1 332,1	1 480,7	1 437,8
EBIT [mln PLN]	427,6	597,2	96,9	586,1	703,7	658,0
Wynik netto [mln PLN]	301,9	456,7	20,7	380,0	460,2	439,1
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	14,6	9,7	213,4	11,6	9,6	10,1
EV/EBITDA	5,2	3,8	8,3	4,9	4,2	4,0
EV/EBIT	12,4	8,4	69,6	11,6	9,2	9,2
DY	1,9%	1,8%	2,8%	0,0%	0,3%	1,6%

Wycena DCF [PLN]	35,0
w tym NPV PDH+PP	3,0
Wycena porównawcza [PLN]	57,7
Wycena końcowa [PLN]	46,4
Potencjał do wzrostu / spadku	4,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	44,5
Kapitalizacja [mln PLN]	4 414,2
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	46,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,8
Stopa zwrotu za 3 mc	43,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,9%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	19,8%
PZU TFI	8,6%
NN OFE	5,4%
Pozostali	33,1%

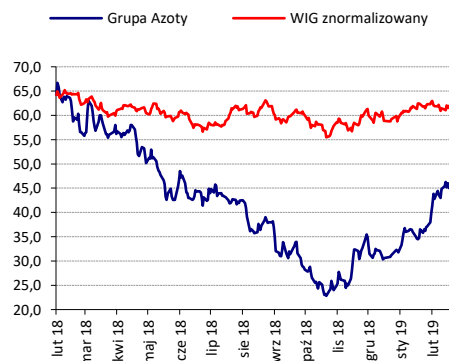
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
PONAD 40-PROCENTOWY SPADEK CEN GAZU	3
W KRÓTKIM TERMINIE MOŻLIWA KOREKTA, ALE... ..	4
... W DŁUGIM TERMINIE WYRAŻNA NADPODAŻ GAZU	4
AKTUALIZACJA PROGNOZ	6
WYSOKIE ZADŁUŻENIE PO PRZEJĘCIU COMPO	7
POTENCJALNY WZROST CAPEX	7
ZREALIZOWANE CENY NAWOZÓW POWINNY ZBLIŻYĆ SIĘ DO BENCHMARKÓW W 1/2Q'19	8
NOWE ZDOLNOŚCI PRODUKCYJNE ANWIL RYZYKIEM PO 2022 ROKU	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	15
PROGNOZY NA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	16
PRZEJĘCIE COMPO EXPERT.....	17
OPIS SPÓŁKI, WYNIKI FINANSOWE	17
SYNERGIE	18
REALIZACJA STRATEGII	19
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028	20
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 35,0 PLN (w tym 3,0 PLN PDH+PP). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 47,7 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 46,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	35,0
w tym NPV PDH		3,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	57,7
Wycena spółki [PLN]		46,4

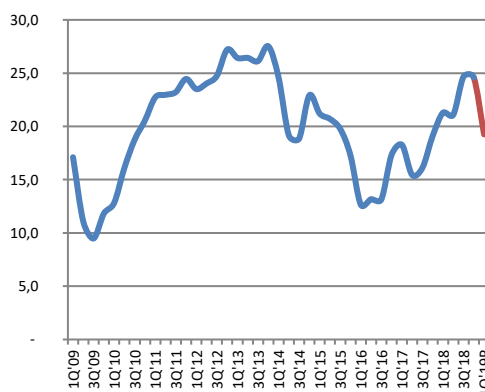
Źródło: BDM S.A.

Ponad 40-procentowy spadek cen gazu

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ponad 40% i obecnie notowane są istotnie niższe r/r. Na przecenę wpływ miała cieplejsza zima w Europie i Azji (LNG), a także spadek kosztów CO2 pogarszający „atrakcyjność” gazu w generacji energii elektrycznej.

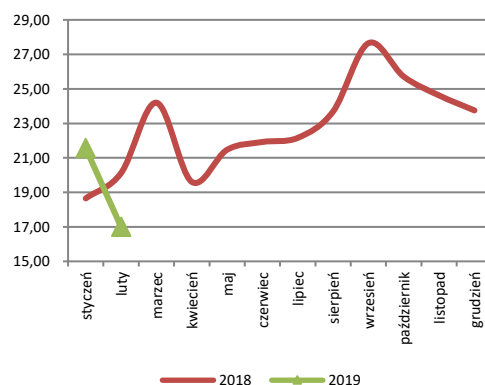
Zwracamy uwagę, że Grupa Azoty zużywa ok. 24 TWh gazu rocznie. Największym konsumentem są zakłady w Puławach (ok. 11 TWh), a surowiec ten stanowi blisko 60% w kosztach materiałowych (przy 36% dla Grupy Azoty)

Gaz TTF DA 1Q'09-1Q'19P [EUR/MWh]



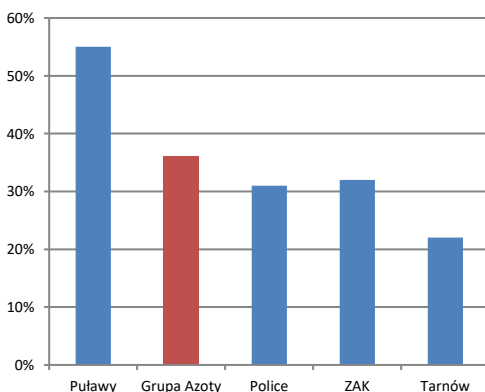
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Gaz TTF DA 2019-2018 [EUR/MWh]



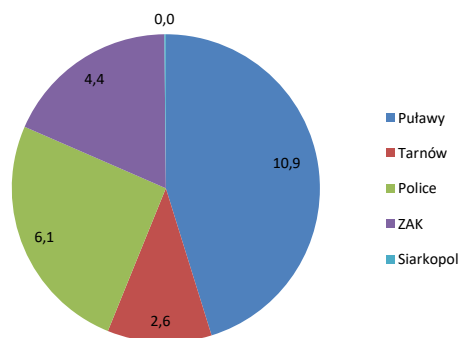
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Udział gazu w kosztach materiałowych w 2017 roku



Źródło: BDM S.A., spółka.

Zużycie gazu w podziale na spółki 2017 [TWh]

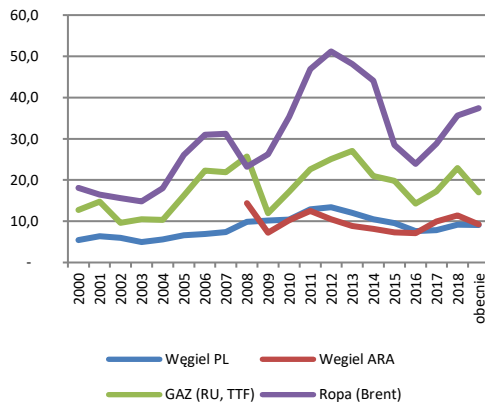


Źródło: BDM S.A., spółka. Razem ok. 24 TWh.

W krótkim terminie możliwa korekta, ale...

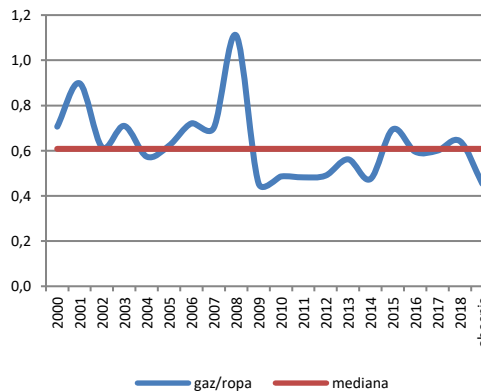
W ostatnich tygodniach zauważamy istotną dysproporcję między notowaniami gazu w Europie a innymi, dostępnymi nośnikami energii (węgiel i ropa), co rodzi ryzyko korekty.

Ceny surowców energetycznych [EUR/MWh]



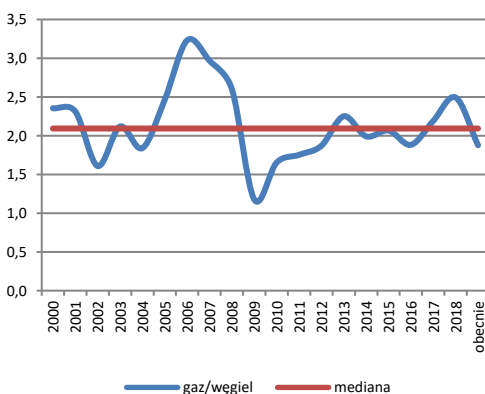
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Długoterminowa relacja cen gazu do ropy Brent*



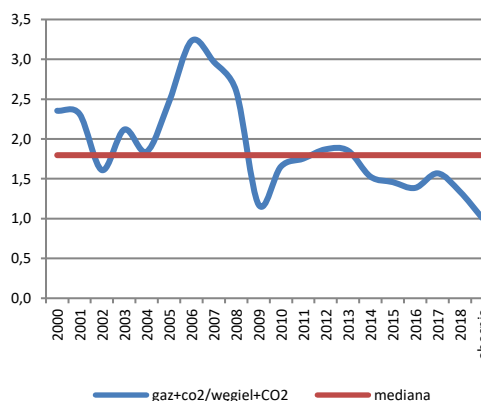
Źródło: BDM S.A. *- gaz w Europie/notowania Brent w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

Długoterminowa relacja cen gazu do węgla ARA*



Źródło: BDM S.A. *- gaz w Europie/notowania ARA w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

Długoterminowa relacja cen gazu do węgla ARA+CO2*



Źródło: BDM S.A. *- gaz w Europie (+0,35 CO2)/notowania ARA(+0,76 CO2) w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

... w długim terminie wyraźna nadpodaż gazu

W latach 2007-2018 popyt na gaz w Europie spadał w tempie 0,5% rocznie (CAGR, wg danych EIA). W najbliższych latach oczekiwana jest kontynuacja tego trendu z podobną dynamiką (prognozy IEA, Gazprom).

W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

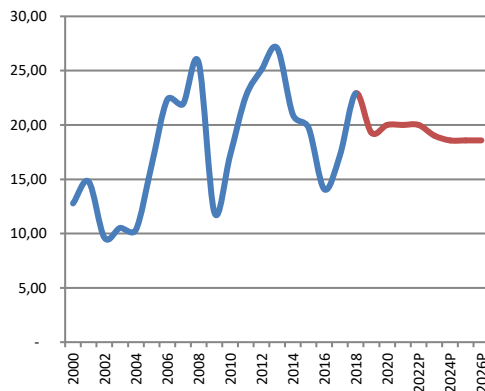
W Europie zmienność cen gazu w roku determinuje gł. pogoda. Wyraźnie większe zapotrzebowanie obserwuje się w 4Q-1Q, co przekłada się na najwyższe ceny w tym okresie.

W 2020 roku możliwości importowe gazu z Rosji (II największy producent na świecie) wzrosną o 55 mld m3 (Nord Stream II). Do 2021 roku możliwości eksportowe gazu z USA (LNG, obecnie największy producent gazu na świecie) wzrosną z ok. 50 mld m3 do ok. 90 mld m3 gazu. W 2017 roku USA wyprodukowały 760 mld m3 gazu.

Obecnie największym importerem gazu na świecie jest Japonia (115 mld m3 w 2017 roku). Po katastrofie w Fukushima w 2011 roku tamtejsze reaktory jądrowe (wszystkie !) zostały wyłączone, co gwałtownie zwiększyło zapotrzebowanie na źródła rezerwowe (gaz). Do 2011 roku ok. 30% produkcji energii elektrycznej

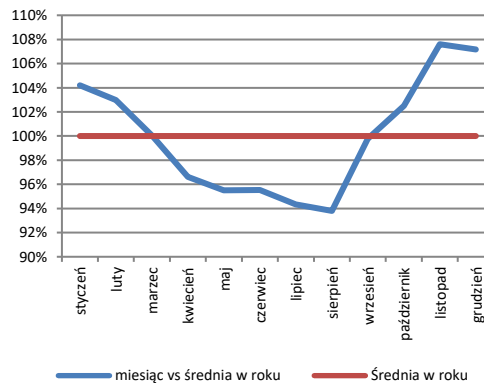
pochodziło z atomu. W 2016 roku aż 40% stanowił gaz. Obecnie reaktory jądrowe są stopniowo uruchamiane, co powinno istotnie zmniejszać popyt na gaz.

Historyczne i prognozowane ceny gazu w EU [EUR/MWh]



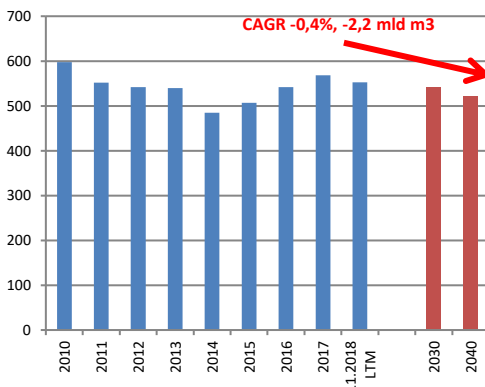
Źródło: BDM S.A. Na podstawie krzywej futures i szacunków własnych.

Sezonowość cen gazu w Europie* [%]



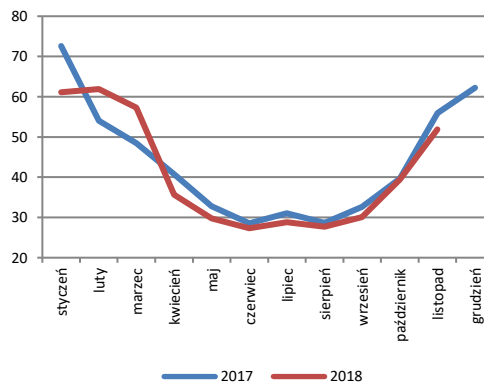
Źródło: BDM S.A. Średnia z miesięcznych notowań TTF w 2013-2018 w relacji do średniej rocznej.

Popyt na gaz w Europie [mld m3]



Źródło: BDM S.A., Gazprom, IEA (państwa OECD)

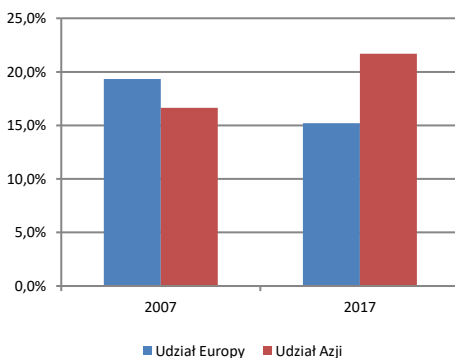
Popyt na gaz w Europie* 2017-2018 [mld m3]



Źródło: BDM S.A., IEA (państwa OECD)

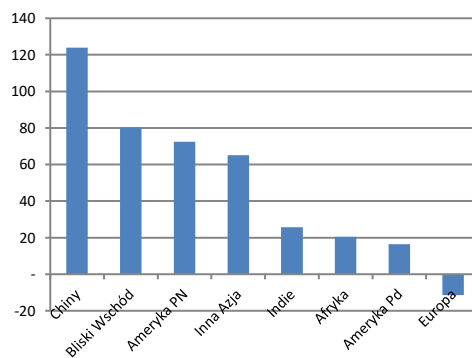
Udział Europy w światowej konsumpcji gazu spada na rzecz Azji. Rośnie znaczenie LNG. W najbliższych latach Chiny staną się największym importem gazu, a największy wzrost zapotrzebowania ma dotyczyć przemysłu (IEA 2018).

Udział Europy i Azji w światowym zużyciu gazu [%]



Źródło: BDM S.A., IEA

Prognozowany wzrost popytu na gaz 2023-2017 [mld m3]



Źródło: BDM S.A., IEA

Aktualizacja prognoz

Zaktualizowaliśmy prognozy wyników finansowych. Oczekujemy, że przy obecnych uwarunkowanych rynkowych spółka wróci na wzrostową ścieżkę wynikową już od 1Q'19 (poprzednio przyjmowaliśmy od 2Q'19)

Nasze założenia w bieżącym raporcie na najbliższe lata zostały podwyższone o ok 30%-40% EBITDA (bez konsolidacji Compo o ponad 20%). Zmiana wyniku gł. z nowych projekcji dla kosztów gazu (spadek o 20% w '19 i 13% w '20).

Obniżenie założeń na 2018 rok (-12% EBITDA) wynika z rozczarowujących wyników za 3Q'18 (niskie zrealizowane ceny nawozów).

Oczekiwana ścieżka wynikowa [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018P	2019P
Przychody	2 687	2 182	2 196	2 552	2 497	2 380	2 325	2 815	3 038	2 822	2 726	3 207	9 617	10 017	11 793
Azoty Tarnów	479	377	408	417	476	430	436	580	571	547	501	581	1 682	1 923	2 201
ZAK	483	394	444	502	495	434	458	534	476	441	456	529	1 823	1 921	1 903
Police	699	650	531	718	615	630	552	706	703	708	596	844	2 600	2 503	2 852
Puławy	1 003	788	798	902	910	849	839	931	975	937	964	942	3 491	3 529	3 818
Compo								164	483	362	370	464		164	1 679
EBITDA adj.	461	277	255	268	403	132	44	200	487	267	253	325	1 261	780	1 332
Azoty Tarnów	80	59	61	45	86	22	17	16	62	9	21	22	245	142	113
ZAK	81	20	61	52	76	16	-19	31	69	49	57	69	214	104	244
Police	84	88	45	50	68	25	6	35	77	42	30	50	267	135	198
Puławy	212	93	83	132	159	37	12	60	193	86	71	98	520	268	448
Compo								12	43	33	33	42		12	151
Marża EBITDA adj.	17,2%	12,7%	11,6%	10,5%	16,1%	5,6%	1,9%	7,1%	16,0%	9,5%	9,3%	10,1%	13,1%	7,8%	11,3%
Azoty Tarnów	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	2,8%	10,9%	1,6%	4,2%	3,7%	14,6%	7,4%	5,2%
ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	10,4%	15,4%	3,7%	-4,1%	5,8%	14,4%	11,2%	12,4%	13,1%	11,7%	5,4%	12,8%
Police	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	1,1%	5,0%	10,9%	5,9%	5,0%	5,9%	10,3%	5,4%	7,0%
Puławy	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	1,4%	6,4%	19,8%	9,2%	7,4%	10,4%	14,9%	7,6%	11,7%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%		7,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A. , spółki

Aktualizacja prognoz [mln PLN]

	2018P			2019P			2020P			2021P		
	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana
EBITDA adj.	886	780	-12%	959	1 332	39%	1 118	1 481	32%	1 035	1 438	39%
Azoty Tarnów	194	142	-27%	156	113	-27%	205	90	-56%	191	140	-27%
ZAK	147	104	-29%	178	244	37%	195	257	32%	172	220	28%
Police	165	135	-18%	207	198	-4%	238	255	7%	246	251	2%
Puławy	319	268	-16%	367	448	22%	417	524	26%	367	478	30%
Compo	0	12		0	151		0	164		0	165	
EBITDA adj. LFL (bez Compo)	886	769	-13%	959	1 181	23%	1 118	1 316	18%	1 035	1 273	23%
Gaz TTF [EUR/MWh]	24,0	22,9	-5%	24,0	19,3	-20%	22,1	19,2	-13%	20,8	19,5	-6%
Koszt emisji [EUA/t]	15,9	15,9	0%	20,0	20,4	2%	20,0	20,0	0%	20,0	20,0	

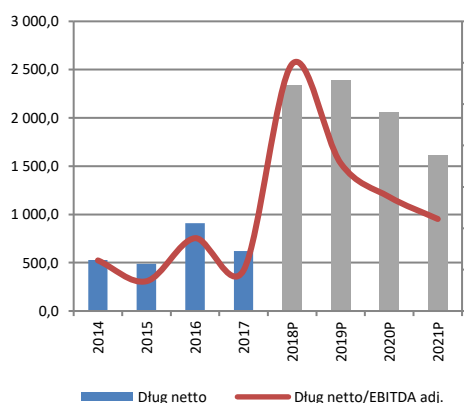
Źródło: BDM S.A. , spółki. *- z RA 24.09.2018

Wysokie zadłużenie po przejęciu Compo

Szacujemy, że po przejęciu Compo Expert (226,6 MEUR+ prognozowane 80 MEUR długu netto) spółka skonsoliduje ok. 1,3 mld PLN dodatkowego zadłużenia, przez co na koniec 2018 roku sięgnie ono ok. 2,3 mld PLN (blisko 3,0x EBITDA).

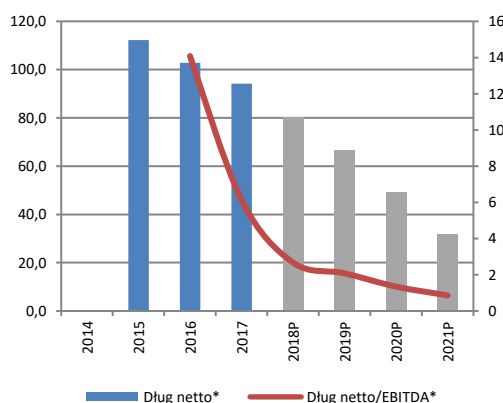
Przy konserwatywnych założeniach CAPEX w latach 2019-2020 (nieuwzględnianie PDH, brak dodatkowych inwestycji jak zgazowanie węgla) zadłużenie netto nie spadnie poniżej 2,0 mld PLN, co przy braku oczekiwanej poprawy EBITDA może rodzić ryzyka płynnościowe.

Dług netto [MPLN] i dług netto/EBITDA Grupa Azoty



Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. LS- dług netto, PS- dług netto/EBITDA

Dług netto [MEUR] i dług netto/EBITDA Compo



Źródło: BDM S.A., spółka, szac. własne. LS- dług netto, PS- dług netto/EBITDA (od '18 do skorygowanej EBITDA podawanej przez GA). Dług na 30 września (koniec roku obrotowego).

Potencjalny wzrost CAPEX

Na początku 2018 roku przedstawiciele spółki komunikowali CAPEX w 2018 roku na poziomie 1,6 mld PLN, czyli rekordowy w historii.

W czerwcu '18, przy okazji umów dot. refinansowania i zwiększenia wartości kredytów (z 1,5 do 3,0 mld PLN), spółka informowała, że w związku z realizacją dużego programu inwestycyjnego spodziewa się szczytu zadłużenia w 2021/2022 roku na poziomie nie przekraczającym 3,0x EBITDA. Szacunki te nie obejmowały projektu PDH w Policach (SPV).

Po słabych wynikach 3Q'18 (08.11.2019) plan CAPEX na 2018 rok został obniżony z 1,6 do 1,1 mld PLN. Zarząd zastrzegł, że wszystkie główne inwestycje realizowane są zgodnie z harmonogramem.

Dn. 20.02.2019 przed Sejmową Komisją ds. Energii prezes Wardacki poinformował, że projekt zgazowania węgla wraz z Tauronem przebiega zgodnie z planem, a niedługo zostanie powołana SPV w tym celu. Spółka planuje w Kędzierzynie produkcję metanolu z pokładów węgla z kopalni Janina w Libiążu. Grupa pracuje nad aktualizacją strategii po 2020 roku.

Szacujemy, że na koniec 2018 roku, po konsolidacji Compo Expert, wskaźnik dług netto/EBITDA znajdzie się w okolicy 3,0x.

Oczekujemy, że 2018 rok Grupa Azoty zamknie CAPEX w wysokości ok. 1,1 mld PLN (we wrześniu przyjmowaliśmy 1,4 mld PLN) z czego 450 mln PLN będzie przypadało na Puławę.

W 2019 roku oczekujemy kontynuacji bieżących zadań inwestycyjnych, z czego największym jest PDH w Policach (uwzględnione w osobnej wycenie), budowa kwasu azotowego i granulacji mechanicznej w Puławach i POM w Tarnowie. Łącznie oczekujemy nakładów na poziomie 1,1-1,2 mld PLN (2,1 mld PLN '19-20) z perspektywą wzrostu o:

- węglową EC w Puławach (budżet 890 mln PLN);
- zgazowanie węgla w Kędzierzynie z Tauron (budżet 400-600 mln EUR);
- II etap EC w Kędzierzynie (potencjalnie >400 mln PLN);
- budowę linii kolejowej do portu w Policach z PKP (budżet 122 mln PLN);

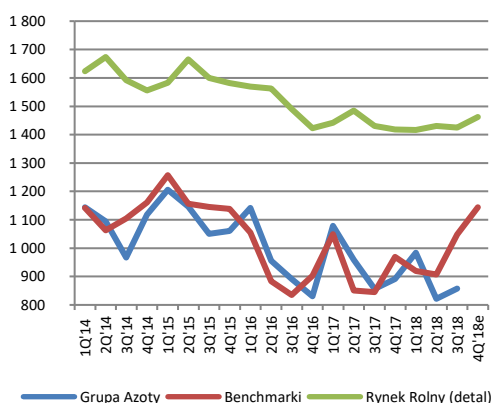
Zrealizowane ceny nawozów powinny zbliżyć się do benchmarków w 1/2Q'19

W 3Q'18 zrealizowane ceny nawozów w Grupie Azoty odchyłały się o ok. 18% od benchmarków w tej części Europy.

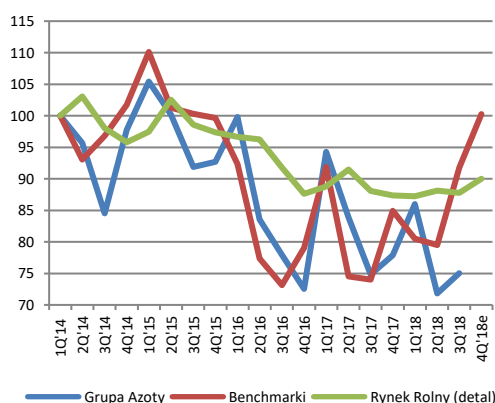
W perspektywie 1Q'14-3Q'18 średnie zrealizowane ceny nawozów spadły o ok. 25% przy cenie gazu niższej o ok. 6% (spółka wówczas kupował gaz po cenach taryfowych PGNiG).

Liczymy, że zrealizowane ceny powinny systematycznie rosnąć (średnio +20% od dołka z 2Q'18), co w skali roku da wzrost >10% r/r (benchmarki po styczniu'19 +20% r/r) przy niższych kosztach gazu (-10% TTF, średnia 19,3 EUR/MWh).

Średnie ceny nawozów [PLN/t]*



Średnie ceny nawozów [1Q'14=100]*



Źródło: BDM S.A., spółka, Rynek Rolny (IERiGŻ). *- przy typowym mixie sprzedaży nawozów. Ceny zrealizowane przez Grupę Azoty vs benchmarki w Europie i ceny detaliczne w Polsce.

Źródło: BDM S.A., spółka, Rynek Rolny (IERiGŻ). *- przy typowym mixie sprzedaży nawozów. Ceny zrealizowane przez Grupę Azoty vs benchmarki w Europie i ceny detaliczne w Polsce.

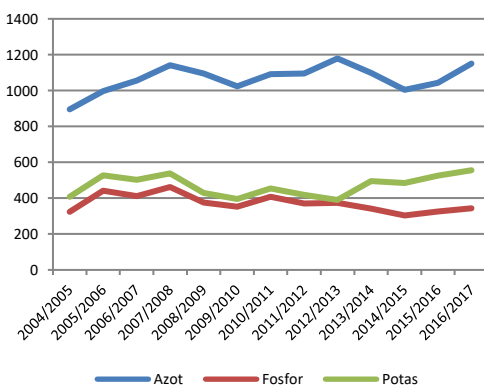
Nowe zdolności produkcyjne Anwil rzykiem po 2022 roku

W październiku 2018 Anwil oficjalnie poinformował o inwestycji zwiększającej zdolności produkcyjne nawozów saletrzanych o 430 tys. ton (w grudniu'18 informacje o 495 tys. ton) do końca 2021 roku.

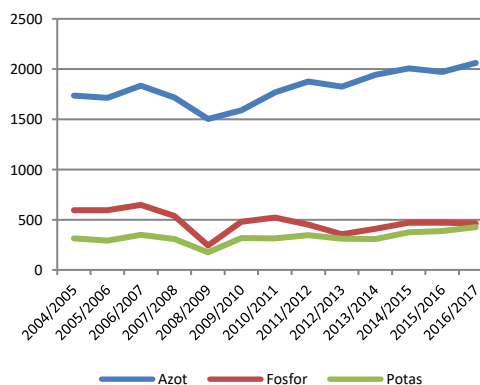
Generalnie rynek nawozowy rośnie na świecie w tempie ok. 1,5%, a w Polsce ok. 2% rocznie (CAGR 2004-2017), co związane jest ze wzrostem wydajności w rolnictwie. Przy utrzymaniu podobnego tempa wzrostu do 2022 roku daje to potencjał wzrostu krajowego rynku o ok. 100 tys. ton (w przeliczeniu na czysty azot) czyli ok. 350 tys. ton gotowego produktu.

Zdolności nawozowe rozbudowują również Puławy z Grupy Azoty. Do 2023 roku ma to być ok. 240 tys. ton więcej saletry amonowej (łącznie >700 tys. ton podaży). Takiej nadwyżki produkcji krajowy rynek raczej nie wchłonie. Zwiększy się więc konkurencja, a produkt trafi na i tak już całkiem duży eksport.

Konsumpcja nawozów w Polsce [tys. ton]*



Produkcja nawozów w Polsce [tys. ton]*



Źródło: BDM S.A., *- w przeliczeniu na czysty składnik

Źródło: BDM S.A., *- w przeliczeniu na czysty składnik

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Wzrost kosztów surowcowych

W 2018 roku spółka zmierzyła się z bardzo dużym wzrostem kosztów surowcowych gł. gazu, węgla, energii i uprawnień emisyjnych, których nie była w stanie przerzucić na klientów. Mimo odwrócenia tendencji na kosztach gazu i CO₂ w 2019 roku obserwujemy dalszy wzrost kosztów e.e. i węgla.

Brak wyraźnych wzrostów cen nawozów

Oczekujemy systematycznego wzrostu cen nawozów i utrzymania ich historycznych relacji do notowań zbóż w długim terminie. Zwracamy uwagę, że spółka w 2-3Q'18 zrealizowała bardzo niskie ceny nawozów, istotnie odbiegające od obserwowanych w tej części Europy benchmarków.

Dyrektywa azotanowa

Od lipca 2018 roku polskich rolników zaczęła obowiązywać tzw. dyrektywa azotanowa mająca na celu ochronę wód powierzchniowych, co ma wpływ na aplikowanie nawożenia. Może to wpłynąć na popyt na nawozy, czego nie zakładamy.

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).

Realizacja dużego programu inwestycyjnego

W latach 2013-2017 skumulowany CAPEX wyniósł 4,7 mld PLN wobec planów strategicznych w latach 2013-2020 na poziomie 7 mld PLN. Przedstawiciele spółki informowali w 2018 roku, że nakłady inwestycyjne do 2020 roku będą wyraźnie wyższe od tych ujętych w strategii.

W bazowym scenariuszu oczekujemy jeszcze ok. 3,3 mld PLN nakładów w okresie strategii (2018-2020), co łącznie da ponad 8 mld PLN CAPEX w '13-'20. W tym przypadku uwzględniamy wszystkie projekty inwestycyjne, o których spółka informowała w swoich raportach, bez projektów typu zgazowanie węgla w Kędzierzynie (potencjalny nakład 0,4-0,6 mld EUR) czy węglowej EC100 w Puławach (ok. 0,9 mld PLN). Wskazujemy jednak, że inwestycje te mogą obciążyć cash flow dopiero po 2020 roku.

W wrześniu'18 spółka podpisała warunkową umowę kupna 100% akcji Compo Expert. Umowa przejęcia została podpisana 26.11.18 z ceną za udziały 226,6 mln EUR. Wartość transakcji (łącznie z przejętym zadłużeniem) oceniamy na ok. 1,3 mld PLN, co istotnie zwiększy zadłużenie Grupy Azoty (>2 mld PLN).

Zapowiadany wyraźny wzrost zadłużenia w relacji do EBITDA

W czerwcu'18, przy okazji umów dot. refinansowania i zwiększenia wartości kredytów (z 1,5 do 3,0 mld PLN), spółka informowała, że w związku z realizacją dużego programu inwestycyjnego spodziewa się szczytu zadłużenia w 2021/2022 roku na poziomie nie przekraczającym 3,0x EBITDA. Szacunki te nie obejmowały projektu PDH w Policach (SPV).

W naszej opinii po przejęciu Compo Expert estymowany dług netto/EBITDA sięgnie 3,0x na koniec 2018 roku.

Ryzyko dostaw głównych surowców

Dostawy fosforytów dla spółki realizowane są z regionów niestabilnych politycznie jak Afryka Północna czy Bliski Wschód (Syria). Sól potasowa dostarczana jest z Białorusi. W razie napięć politycznych istnieje ryzyko wstrzymania dostaw. Historycznie zdarzały się również czasowe ograniczenia dostaw gazu przez PGNiG (uzależnione od Rosji).

Ryzyko podaży akcji przez Acron i EBOiR

Norica Holding, spółka zależna rosyjskiego Acron, posiada blisko 20% akcji (wezwanie i zakupy z rynku średnio po 55,5 PLN/szt.). Zmiany w statucie Grupy Azoty ograniczające liczbę głosów nowych udziałowców (do 20%, jeśli MSP ma powyżej 20%) zmarginalizowały pozycję Acron. W rezultacie spółka może sprzedać posiadany pakiet akcji.

W lutym'17 EBOiR poinformował o możliwej sprzedaży pakietu akcji Grupy Azoty (5,7 mln szt., 5,7%) kupionego po 52 PLN/akcje w kwietniu'13 od MSP. Pod koniec czerwca'17 bank sprzedał połowę pakietu (2,85 mln szt.) po 63 PLN/szt. Lock up na pozostałe udziały już minął (90 dni).

Ryzyko głównego akcjonariusza

Głównym akcjonariuszem spółki jest Skarb Państwa (33%), a spółka została uznana za strategiczny podmiot gospodarki (największy odbiorca gazu z PGNiG). W rezultacie istnieje ryzyko inwestycji niekoniecznie budujących wartość grupy z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych.

Ryzyko związków zawodowych i przestoru zatrudnienia

Średnie zatrudnienie w spółce w 2017 roku wynosiło ponad 14 tys. ludzi, a koszty wynagrodzeń sięgają 15% ogółu kosztów. W przypadku europejskiego lidera Yara zatrudnienie jest niższe przy blisko 5-krotnie większej skali działania. Załoga jest silnie uzwiązkowiona, co rodzi ryzyko strajków i nieuzasadnionych roszczeń płacowych.

Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Zakładamy, że spółka będzie musiała nabywać od 2,8 (2018 rok) do 3,4 (2020 rok) mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 20 EUR/t (bez zmian), co będzie generować koszty rzędu 200-300 mln PLN rocznie w skali grupy. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami. 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 440 mln PLN rocznie.

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.

Zmiany głównych założeń w modelu (szczegóły w tabelach końcowych):

▪ Wolumeny sprzedaży

W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2018 roku wynosiło (wg naszych szacunków) ponad 80% i spółka ma niewielkie możliwości wzrostu w tym zakresie. Zdecydowane przyrosty powinien notować poliamid z nowej instalacji (dajemy 3 lata na dojście do pełnych zdolności, 60% w '18) i POM;

W Kędzierzynie szacujemy, że spółka w pełni wykorzystywała swoje zdolności w 2018 roku;

W Policach spółka ma największe rezerwy produkcyjne. Szacujemy obłożenie podstawowych linii nawozowych w 2018 roku na ok. 80% (DAP/NPK) i 70% amoniak. Wykorzystanie zdolności produkcyjnych na bieli tytanowej przekraczało 90%.

W Puławach dostrzegamy możliwość dociążenia linii kaprolaktamu i powinno być to stosunkowo łatwe (sprzedaż do Tarnowa). Również instalacje w Fosforach pracują na niskim wykorzystaniu mocy. Wąskim gardłem są instalacje amoniaku, kwasu azotowego i saletry. Problem ten powinien zniknąć po zakończeniu kluczowych inwestycji (po 2020 roku).

▪ Ceny produktów/surowców/waluty

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. 6-20% wzrostu benchmarków DAP/NPK i 6-16% wzrostu cen w przypadku saletry/mocznika (średnia w '20/średnia'18). W związku z niskimi, zrealizowanymi cenami nawozów w 2-3Q'18 w GA wzrost cen powinien być większy niż benchmarków w 2019-2020.

W przypadku mocnego obecnie rynku tworzyw, bieli tytanowej i melaminy oczekujemy spadków cen i powrotu marż do historycznych poziomów 2009-2017.

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (19-20 EUR/MWh do 2022 roku, w długim terminie 19 EUR/MWh).

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

Kursy walut opieramy o aktualną krzywą terminową, co oznacza umocnienie złotówki do poziomów 3,5 USD/PLN (negatywny wpływ na ceny gł. nawozów)

▪ CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny zgodnie z informacjami podawanymi w raportach okresowych spółki.

W latach 2013-2017 skumulowany CAPEX wyniósł 4,7 mld PLN wobec planów strategicznych w latach 2013-2020 na poziomie 7 mld PLN. Przedstawiciele spółki informowali wielokrotnie, że nakłady inwestycyjne do 2020 roku będą wyraźnie wyższe od tych ujętych w strategii.

Na 2018 rok spółka zaplanowała ok. 1,6 mld PLN CAPEX vs 1,07 mld PLN w '17. Po słabych wynikach za 1-3Q'18 plan CAPEX został obniżony do 1,1 mld PLN.

W samym 2018 roku CAPEX powinien sięgnąć ok. 1,1 mld PLN (obniżony plan z 1,6 do 1,1 mld PLN po 3Q'18). Jeśli uwzględnimy potencjalne inwestycje (PDH, EC100, zgazowanie węgla) to duże nakłady pojawią się dopiero po 2020 roku. Aktualizacja CAPEX znajduje się w tabeli poniżej:

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	RAZEM
intensyfikacja zdolności prod. amoniaku	ATT	45	4	40									44
IOS	ATT	45	11	22	12								45
Instalacja odazotowania	ATT	45	17	25	2								44
Turbozespół 20 MW w EC	ATT	63	26	20	9								55
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	337	86	149	100								335
Granulacja mechaniczna II	ATT	142	36	82	20								137
Budowa nowego stokażu kwasu azotowego (etap I)	ATT	13		8	5								13
wytwórnia katalizatora żelazowo-chromowego	ATT	27		25									25
Chemiczne Centrum Technologii i Rozwoju	ATT	74			20	54							74
Zagospodarowanie gazów z instalacji syntezy amoniaku	ATT	23			5	18							23
Intensyfikacja instalacji kwasu azotowego	ATT	60			10	50							60
Centrum logistyczne ATT Polymers	ATT	32			17	15							32
Zwiększenie mocy POM	ATT	120				10	110						120
Pozostałe Tarnów	ATT		60	24	28	30	112	109	105	108	110	112	797
Wymiana turbozespołu TG2	ZAP	99		11	45	43							99
EC 100 MWe/300 MW**	ZAP	890				18	89	134	312	338			890
Kwas azotowy	ZAP	695		1	74	30	100	100	100	100	100	91	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385	9	43	85	150	70	28					385
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	ZAP	35			10	20	5						35
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	ZAP	24			5	5	14						24
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	ZAP	7			4								4
Modernizacja kotła parowego OP215 w celu redukcji NOx	ZAP	93			1	10	30	52					93
Modernizacja sieci wody obiegowej w zakładzie amoniaku	ZAP	24			5	10	5	4					24
Inwestycje GZNF (łącznie)	ZAP	21			6	10							16
Pozostałe ZAP	ZAP			212	175	183	175	170	170	170	170	170	1 596
Modernizacja instalacji mocznika	ZAK	28	1	22	4								27
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap I)	ZAK	346	134	88	59								280
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap II)	ZAK	415					75	150	190				415
Estry Specjalne I	ZAK	55	1	3	5	10	35						55
Kompresor gazu surowego (GHH)	ZAK	32		2	10	10	9						32
Modernizacja oczyszczalni biologicznej	ZAK	16		9	5	2							16
Modernizacja węzła sprężania gazu dla wytwórni amoniaku	ZAK	180			10	40	55	75					180
Zgazowanie węgla (+Tauron)**	ZAK	2 100						315	945	840			2 100
Pozostałe ZAK	ZAK		127	76	107	100	113	117	117	117	117	117	1 108
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	291	25	41	41	74							181
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	157	61	83	7								151
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego DA-HF	PCE	74	3	25	25	21							74
Zakup AFRIG (III transze)	PCE	103	71										71
Poszukiwanie fosforatów	PCE		24	23									47
Rozwój logistyki II etap	PCE	30	8	17	4								30
Modernizacja turbozespołu TUP-12	PCE	16		1	10	5							16
Wymiana suszarni nawozów	PCE	12			1	11							12
Wykonanie i wymiana wymienników ciepła na instalacji amoniaku	PCE	16					16						16
Wymiana wieży WA II Ciąg 7	PCE	14					14						14
PDH+polipropylen*	PCE	5 443	33	57	18	94	273	1 092	1 638	2 239			5 443
Pozostałe PCE	PCE		118	78	147	91	118	119	119	119	119	119	1 148
modernizacja układu wodno-energetycznego Osiek	Siarko.	3		1	2								3
wykup działek pod eksploatację	Siarko.	3	1	2									3
Modernizacja instalacji siarki nierozpuszczalnej SNII	Siarko.	19		3	10	5							19
Pozostałe Siarkopol	Siarko.		7	1	10	5	15	15	15	15	15	15	113
RAZEM		12 650	862	1 192	1 111	1 124	1 434	2 480	3 711	4 046	631	624	17 214
RAZEM (bez PDH, EC90, zgazowania)		4 217	829	1 135	1 093	1 012	1 072	939	816	629	631	624	8 782
+ WNIP			876,8	1 119,1	1 071,1	1 042,1	1 107,0	976,0	865,6	690,3	704,1	709,2	9 161
faktyczny			1 061,8	1 241,7	1 069,1	1 165,4	1 157,4	951,5	805,2	825,9	825,9	831,0	9 935

Źródło: BDM S.A., Spółki. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF. **- nieuwzględnione w cash flow spółki i wycenie (potencjalny projekt)

▪ **Compo Expert**

Uwzględniliśmy konsolidację Compo Expert od 26.11.2018 roku (poprzednio brak). Szacujemy, że na koniec 2018 roku przejmowana spółka mogła mieć ok. 80 mln EUR długu netto (94,2 mln EUR w zaudytowanym sprawozdaniu na koniec 30.09.2017), co przy cenie zakupu 226,6 mln EUR daje wartość transakcji 1,3 mld PLN (10,2x EBITDA adj.). Transakcja ta ma negatywny wpływ na naszą wycenę.

▪ **ETS III/IV**

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA (bez zmian), co będzie generować koszty rzędu 300 mln PLN ('19-'20).

Po 2020 roku w ETSIV zakładamy, że spółka dostanie ok. 30% bezpłatnych praw emisyjnych, co przy cenie 20 EUR/t wygeneruje koszty rzędu 440 mln PLN rocznie (bez zmian).

▪ **Ustawa dot. rekompensat wzrostu kosztów CO2**

W lutym 2019 pojawił się projekt ustawy o „systemie rekompensat dla sektorów i podsektorów energochłonnych” (MPiT), która miałaby ograniczyć wzrost kosztów z tyt. emisji w branży energochłonnej (obejmuje produkcję m.in. nawozów i chemikaliów). Budżet potencjalnej ustawy to 540-818 mln PLN (w'19-'20). Na ten moment nie uwzględniamy pozytywnych skutków tego projektu.

- **Dywidenda**

W związku z przejęciem Compo Expert i ambitnym programem inwestycyjnym przyjmujemy, że spółka nie wypłaci dywidendy w 2019 roku (poprzednio przyjmowaliśmy brak DIV w 2019-2022). Powrotu do polityki dywidendowej spodziewamy się od 2020 roku (ok. 60% jednostkowego zysku netto).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2019-2028 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 99,2 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 28 lutego 2019.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,5 mld PLN (w tym 0,3 mld PLN PDH+PP). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 35,0 PLN (w tym 3,0 PLN PDH+PP).

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 017,2	11 792,5	12 356,6	12 364,3	12 253,2	12 110,0	12 137,0	12 140,0	12 140,0	12 140,0	12 140,0
EBIT [mln PLN]	103,7	586,1	703,7	658,0	632,5	662,6	672,2	665,2	658,5	652,1	646,2
Stopa podatkowa	70%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	72,6	111,4	133,7	125,0	120,2	125,9	127,7	126,4	125,1	123,9	122,8
NOPLAT [mln PLN]	31,1	474,7	570,0	533,0	512,3	536,7	544,5	538,8	533,4	528,2	523,5
Amortyzacja [mln PLN]	725,2	799,0	816,8	820,0	827,0	834,5	842,0	849,5	857,0	864,3	871,5
CAPEX [mln PLN]	-1 165,4	-1 157,4	-951,5	-805,2	-825,9	-825,9	-831,0	-834,8	-838,4	-841,8	-845,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-207,8	-138,6	-39,9	2,1	10,4	11,9	-2,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-616,9	-22,3	395,5	549,9	523,8	557,2	553,5	553,2	551,9	550,7	549,9
DFCF [mln PLN]		-20,9	341,7	438,4	384,9	376,9	344,2	316,0	289,2	264,7	242,5
Suma DFCF [mln PLN]		2 977,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 110,2			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 694,6										
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 672,2										
Dług netto* [mln PLN]	2 079,4										
Udziały mniejszości [mln PLN]	415,3										
Wartość kapitału [mln PLN]	3 177,5										
Ilość akcji [mln szt.]	99,2										
Wartość kapitału na akcję [PLN]**	32,0										

Przychody zmiana r/r	17,7%	4,8%	0,1%	-0,9%	-1,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	465,1%	20,1%	-6,5%	-3,9%	4,8%	1,4%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,9%
FCF zmiana r/r	-	-	39,0%	-4,7%	6,4%	-0,7%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Marża EBITDA	11,7%	12,3%	12,0%	11,9%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Marża EBIT	5,0%	5,7%	5,3%	5,2%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	4,0%	4,6%	4,3%	4,2%	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	9,8%	7,7%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%
CAPEX / Amortyzacja	144,9%	116,5%	98,2%	99,9%	99,0%	98,7%	98,3%	97,8%	97,4%	97,0%	97,0%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	0,3%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,8%	7,1%	-26,9%	9,3%	8,3%	7,3%	7,3%	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. *- prognozowany dług netto z końca 2018 pomniejszony o pozostałe aktywa finansowe (lokaty bankowe). **- bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena 3,0 PLN/akcję).

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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	82,0%	84,1%	86,6%	89,0%	91,7%	94,9%	97,6%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18,0%	15,9%	13,4%	11,0%	8,3%	5,1%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	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	32,6	35,6	39,3	44,0	50,1	58,5	70,5	89,5	123,6
	0,8	29,7	32,3	35,5	39,5	44,6	51,5	61,1	75,4	99,4
	0,9	27,1	29,4	32,1	35,6	39,9	45,6	53,3	64,5	82,1
	1,0	24,6	26,6	29,1	32,0	35,7	40,5	46,8	55,7	69,0
	1,1	22,4	24,2	26,3	28,9	32,1	36,1	41,4	48,5	58,9
	1,2	20,3	21,9	23,8	26,0	28,8	32,2	36,6	42,5	50,8
	1,3	18,4	19,8	21,5	23,5	25,9	28,8	32,6	37,4	44,1

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	35,8	39,3	43,6	49,1	56,5	66,8	82,3	108,2	159,8
	4,0%	29,7	32,3	35,5	39,5	44,6	51,5	61,1	75,4	99,4
	5,0%	24,6	26,6	29,1	32,0	35,7	40,5	46,8	55,7	69,0
	6,0%	20,3	21,9	23,8	26,0	28,8	32,2	36,6	42,5	50,8
	7,0%	16,7	17,9	19,4	21,1	23,2	25,8	29,0	33,1	38,5
	8,0%	13,5	14,5	15,7	17,1	18,7	20,6	23,0	25,9	29,8
	9,0%	10,7	11,6	12,5	13,6	14,9	16,4	18,2	20,4	23,1

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%	60,5	56,3	52,6	49,1	46,0	43,1	40,4	37,9	35,6
	4,0%	51,4	47,0	43,1	39,5	36,3	33,4	30,7	28,3	26,0
	5,0%	44,0	39,5	35,6	32,0	28,9	26,0	23,5	21,1	19,0
	6,0%	37,9	33,4	29,5	26,0	23,0	20,3	17,8	15,6	13,6
	7,0%	32,7	28,3	24,5	21,1	18,2	15,6	13,3	11,2	9,3
	8,0%	28,3	24,0	20,3	17,1	14,2	11,8	9,6	7,6	5,8
	9,0%	24,5	20,3	16,7	13,6	10,9	8,5	6,5	4,6	2,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 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 28 lutego 2019 roku.

Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,7 mld PLN, co odpowiada 57,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 44,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z ok. 30% dyskontem względem EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
YARA	14,2	10,6	10,1	7,4	6,1	5,6	12,8	9,9	9,1
ACRON	10,0	9,3	9,4	6,5	6,0	6,4	9,0	8,6	8,6
PHOSAGRO	7,6	7,6	8,2	5,4	5,1	4,7	6,9	6,6	5,7
NUTRIEN*	18,2	16,5	16,1	8,6	8,0	7,6	14,1	13,0	12,1
MOSAIC	12,2	11,0	10,0	6,2	5,7	5,2	10,2	8,5	7,9
CF INDUSTRIES	18,1	14,2	13,3	7,6	6,6	5,9	13,9	11,6	10,3
POLICE	20,5	11,1	11,2	7,5	5,4	5,3	18,5	10,2	10,0
PUŁAWY	10,8	8,5	10,2	3,7	3,2	3,4	7,5	5,9	7,1
ISRAEL CHEMICALS	15,2	14,1	13,6	8,2	7,8	7,3	13,0	12,1	11,2
MEDIANA	14,2	11,0	10,2	7,4	6,0	5,6	12,8	9,9	9,1
GRUPA AZOTY	11,6	9,6	10,1	4,9	4,2	4,0	11,6	9,2	9,2
Premia/dyskonto do spółki	-18,0%	-12,6%	-1,9%	-33,2%	-30,1%	-27,9%	-9,5%	-7,5%	1,2%
Wycena wg wskaźnika	54,3	50,9	45,3	77,3	71,5	67,1	54,3	52,4	46,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		50,2			71,9			51,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		57,7							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 28.02.2019. *- Nutrien- spółka powstała z połączenia Potash Corp i Agrium

PROGNOZY NA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 4Q'18 zwracamy uwagę w szczególności na:

- wzrost produkcji nawozów wg. GUS w 4Q'18 o ok. 3% r/r;
- wzrost benchmarkowych, średnich cen nawozów o 9% q/q i 18% r/r (w PLN);
- wzrost detalicznych, średnich cen nawozów w 4Q'18 zaledwie o ok. 3% q/q i r/r (obserwowana duża dysproporcja benchmarków i cen detalicznych w 2-3Q'18, co przy wysokich cenach gazu wpłynęło na ok. 150 MPLN straty EBITDA segmentu nawozowego w tym okresie);
- stabilne ceny gazu TTF (-0,3% q/q, +29% r/r);
- wysokie ceny emisji CO2 (20,4 EUR/t vs 18,8 EUR/t w 3Q'18);
- oczekiwaną poprawę wyniku w części nawozowej (liczymy na lekko dodatnią EBITDA segmentu);
- potencjalnie słabszy wolumen w części tworzywowej (efekt słabej koniunktury w automotiv po wprowadzeniu nowych testów spalinyowych- WLTP- od września'18);
- słabsze ceny kaprolaktamu/poliamidu (-3% q/q, 0% r/r), melaminy (-1% q/q, +4% r/r), bieli tytanowej (-4% q/q, -0,7% r/r) i OXO (-2% q/q, +13% r/r);
- konsolidacje (od 26.11.2018) spółek z grupy Compo skutkującą wzrostem EBITDA o ok. 12 MPLN i zadłużenia o ok. 1,3 mld PLN- szacunki własne;

Prognozy wyników na 4Q'2018 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18P*	zmiana r/r	2017	2018P*	zmiana r/r	2019P*	zmiana r/r	2020P*	zmiana r/r
Przychody	2 551,7	2 815,5	10,3%	9 617,5	10 017,2	4,2%	11 792,5	17,7%	12 356,6	4,8%
Wynik brutto na sprzedaży	537,4	564,7	5,1%	2 159,8	1 691,7	-21,7%	2 689,8	59,0%	2 904,6	8,0%
EBITDA	217,3	200,5	-7,7%	1 186,9	773,5	-34,8%	1 332,1	72,2%	1 480,7	11,2%
EBITDA adj.	267,9	200,5	-25,2%	1 261,3	780,3	-38,1%	1 332,1	70,7%	1 480,7	11,2%
EBIT	54,5	26,8	-50,8%	597,2	96,9	-83,8%	586,1	504,6%	703,7	20,1%
Zysk brutto	28,6	9,0	-68,5%	576,4	49,9	-91,3%	520,2	942,3%	630,7	21,3%
Zysk netto	33,4	2,6	-92,2%	456,7	20,7	-95,5%	380,0	1736,9%	460,2	21,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,1%	20,1%		22,5%	16,9%		22,8%		23,5%	
Marża EBITDA adj.	10,5%	7,1%		13,1%	7,8%		11,3%		12,0%	
Marża EBIT	2,1%	1,0%		6,2%	1,0%		5,0%		5,7%	
Marża zysku netto	1,3%	0,1%		4,7%	0,2%		3,2%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *- z uwzględnieniem Compo od 26.11.2018

Perspektywy na 2019 [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018P	2019P
Przychody	2 687	2 182	2 196	2 552	2 497	2 380	2 325	2 815	3 038	2 822	2 726	3 207	9 617	10 017	11 793
Azoty Tarnów	479	377	408	417	476	430	436	580	571	547	501	581	1 682	1 923	2 201
ZAK	483	394	444	502	495	434	458	534	476	441	456	529	1 823	1 921	1 903
Police	699	650	531	718	615	630	552	706	703	708	596	844	2 600	2 503	2 852
Puławy	1 003	788	798	902	910	849	839	931	975	937	964	942	3 491	3 529	3 818
Compo								164	483	362	370	464		164	1 679
EBITDA adj.	461	277	255	268	403	132	44	200	487	267	253	325	1 261	780	1 332
Azoty Tarnów	80	59	61	45	86	22	17	16	62	9	21	22	245	142	113
ZAK	81	20	61	52	76	16	-19	31	69	49	57	69	214	104	244
Police	84	88	45	50	68	25	6	35	77	42	30	50	267	135	198
Puławy	212	93	83	132	159	37	12	60	193	86	71	98	520	268	448
Compo								12	43	33	33	42		12	151
Marża EBITDA adj.	17,2%	12,7%	11,6%	10,5%	16,1%	5,6%	1,9%	7,1%	16,0%	9,5%	9,3%	10,1%	13,1%	7,8%	11,3%
Azoty Tarnów	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	2,8%	10,9%	1,6%	4,2%	3,7%	14,6%	7,4%	5,2%
ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	10,4%	15,4%	3,7%	-4,1%	5,8%	14,4%	11,2%	12,4%	13,1%	11,7%	5,4%	12,8%
Police	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	1,1%	5,0%	10,9%	5,9%	5,0%	5,9%	10,3%	5,4%	7,0%
Puławy	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	1,4%	6,4%	19,8%	9,2%	7,4%	10,4%	14,9%	7,6%	11,7%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%		7,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PRZEJĘCIE COMPO EXPERT

Opis transakcji

Dn. 06.09.2018 Grupa Azoty podpisała warunkową umowę nabycia 100% kapitału zakładowego niemieckiej spółki Goat TopCo (kontrolującą spółki Compo Expert) za cenę nie wyższą niż 235 mln EUR.

Transakcja była anonsowana już w lutym'18, kiedy spółka informowała o złożeniu niewiążącej oferty na niemiecką spółkę. Przedstawiciele spółki spodziewali się wówczas finalizacji transakcji w maju'18.

Dn. 26.11.2018 spółka poinformowała o zamknięciu transakcji. Finalna cena za udziały wyniosła 226,637 mln EUR. Tym samym wyniki spółki są konsolidowane od tego okresu.

Goat TopCo jest spółką holdingową i pośrednio poprzez dwie kolejne spółki holdingowe - Goat HoldCo GmbH i ostatecznie Goat BidCo GmbH, kontroluje 20 spółek operacyjnych z grupy Compo Expert, w tym wiodącą spółkę operacyjną COMPO EXPERT.

Historia COMPO

1956	założenie spółki w Munster;
1967	Salzdetfurth AG (prekursor K+S) przejmuje 50% udziałów;
1971	50% nabywa Wintershall (BASF);
1986	BASF staje się jedynym akcjonariuszem spółki;
1999	spółka zostaje sprzedana do K+S za 420 mln DM;
Marzec 2011	spółka zostaje sprzedana do funduszu PE Triton za 205 mln EUR (miała wówczas 55 mln EUR długu netto)
Maj 2015	<u>część produkcyjna spółki Compo (Expert) zostaje sprzedana do funduszu PE XIO Group;</u>
Kwiecień 2016	część konsumencka spółki Compo (Consumer) zostaje sprzedana do chińskiego producenta Kingenty;
Listopad 2018	<u>Compo Expert zostaje sprzedane do Grupy Azoty za 226,6 mln EUR;</u>

Opis spółki, wyniki finansowe

Grupa COMPO EXPERT jest niezależnym, globalnym producentem nawozów specjalistycznych o wysokiej wartości dodanej, skierowanych do odbiorców profesjonalnych na rynkach Azji, Europy, obu Ameryk i Afryki Południowej. Kluczowe aktywa produkcyjne firmy zlokalizowane są w Krefeld w Niemczech oraz Vall d'Uixo w Hiszpanii. Firma zatrudnia ok. 600 osób.

Na portfolio produktowe COMPO EXPERT składają się:

- Specjalistyczne granulowane nawozy NPK – nawozy w postaci homogenicznych granul NPK, stosowane w uprawach wysokowartościowych oraz uprawach wrażliwych na zawartość chlorków (bazują na siarczanie potasu);
- Nawozy o spowolnionym działaniu „SRF” i otoczkowane „CRF” – nawozy granulowane NPK z dodatkami lub otoczkowane warstwą polimeru, co pozwala na dłuższe uwalnianie substancji odżywczych, stosowane w uprawach wysokowartościowych, szkółkarstwie, trawnikach i murawach;
- Nawozy do fertygacji i nawozy dolistne – nawozy do sporządzania roztworów wodnych, zawierają niezbędne pierwiastki śladowe do aplikacji przy różnych wartościach pH gleby, stosowane w uprawach wysokowartościowych, uprawach owoców i roślin ozdobnych, uprawach na wolnym powietrzu, szklarniowych i pod przykryciem;
- Nawozy płynne i biostymulatory – produkty oparte na wieloskładnikowych formułach i związkach organicznych, wspierają rozwój roślin w niesprzyjających warunkach, stosowane do wszystkich rodzajów upraw, w szczególności wysokowartościowych, aplikowane przez system nawadniania lub stosowane dolistnie.

Wybrane dane Goat BidCo GmbH* [MEUR]

koniec	30.09.2015	30.09.2016	30.09.2017	10.16-06.17	10.17-06.18
okres	2015	2016	2017	1-3Q'16/17	1-3Q'17/18
Przychody	89,9	318,2	333,0		
Zysk brutto	6,3	78,0	89,3		
EBITDA	-12,3	7,3	15,4		
bez PDO	6,9	13,8	17,1		
Skorygowana spółka*			30,0	24,9	26,7
EBIT	-46,0	-5,0	2,7		
Zysk netto	-44,0	20,5	-6,1		
Marża brutto	7,0%	24,5%	26,8%		
Marża EBITDA	-13,7%	2,3%	4,6%		
Marża EBITDA adj.			9,0%		
Kapitał własny	223,7	250,1	253,2		
Dług netto	112,2	102,9	94,2		
/EBITDA	-9,13	14,08	6,14		
CFO	3,8	23,4	30,0		
amortyzacja i odpisy	33,7	12,3	12,7		
CAPEX	20,0	6,4	10,7		

Źródło: BDM, Bundesanzeiger. *- kontroluje spółki operacyjne Compo Expert

Wskaźniki transakcyjne Compo Expert

	2017	2018P	26.11.2018
Cena 100% udziałów			226,64*
Dług netto	94,22	80,22	
EV	320,9	306,9	
EV/EBITDA skoryg.	10,7	10,2	
EV/S	1,0		
P/BV	0,90		
P/E skoryg.	26,5		

Źródło: BDM, spółka. *- w umowie warunkowej z września'18 do 235 MEUR

Synergie

W prezentacji odnośnie przejęcia (wrzesień 2018) Grupa Azoty wymieniła 5 gł. obszarów synergii. Dotyczą one gł. know-how, R&D, sprzedaży, surowców i kosztów finansowania. „(..) grupa Compo Expert wnosi to czego nam brakowało: know how i kanały dystrybucji w 100 krajach świata (...)”- CEO dr Wardacki.

Spółka wymienia następujące synergii:

- w obszarze know-how produkcyjnego – transfer know-how w ramach wytwarzania i aplikowania zaawansowanych produktów nawozowych;
- sprzedażowe - wykorzystanie istniejących kanałów sprzedażowych Grupy Azoty i Compo Expert do plasowania produktów na rynkach docelowych;
- w obszarze R&D - wspólne prowadzenie działań badawczo – rozwojowych na rzecz połączonych podmiotów w ramach trzech centrów badawczo-rozwojowych
- surowcowo-produktowe – wykorzystanie produktów Grupy Azoty jako surowców do dalszego przetwórstwa do nawozów specjalistycznych w Compo Expert;
- w obszarze finansowania - organizacja finansowania dłużnego na korzystniejszych warunkach oferowanych na rynku Grupy Azoty.

Spółka informowała, że powyższe synergii nie zostały uwzględnione w kalkulacji ceny nabycia i stanowią dodatkową wartość, która może wpłynąć na wyniki Grupy Azoty w przyszłości.

Spółka oceniała, że przejęcie Compo Expert zwiększy przychody Grupy o ok. 1,5 mld PLN a EBITDA o 130-200 mln PLN rocznie.

REALIZACJA STRATEGII

W sierpniu 2013 roku spółka opublikowała strategię na lata 2013-2020. W sierpniu 2014 roku ukazał się dokument „operacjonalizacja strategii 2014-2020” potwierdzający i uszczegóławiający zakładane cele. Główne cele finansowe osiągnięte do 2020 roku to m.in. marża EBITDA/EBIT w wysokości odpowiednio 14%/8%, ROE 12% (brak celu w „operacjonalizacji”), ROCE 14%, wskaźnik DN/EBITDA <2,5x (brak celu w „operacjonalizacji”), 7 mld PLN na rozwój organiczny do 2020 roku („operacjonalizacja”) i wypłata 40-60% jednostkowego zysku netto w postaci dywidendy (brak celu w „operacjonalizacji”, spółka nie wypłaciła dywidendy z zysku za 2014 rok). Oprócz inwestycji do poprawy marż przyczynić ma się program oszczędnościowy „Azoty PRO” (300 mln PLN oszczędności).

W maju’17 przy okazji prezentacji wyników za 2016 i 1Q’17 pojawił się dokument „aktualizacja strategii do 2020 roku”. Kluczowe cele spółki zostały podtrzymane (marża EBITDA/EBIT 14/8%). Obniżeniu uległ cel ROE z 12% na 10% i ROCE z 14% na 10%. Stopa wypłaty dywidendy określa tylko górną granicę 60% jednostkowego zysku netto. Dokument nic nie mówi o celach zadłużenia ani o nakładach inwestycyjnych.

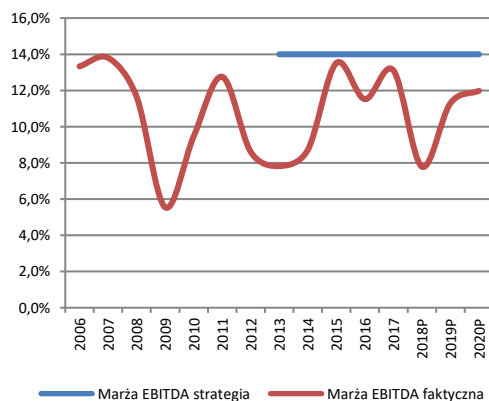
W lutym 2019 przed Sejmową Komisją ds. Energii prezes spółki p. Wojciech Wardacki zapowiedział aktualizację strategii po 2020 roku. Wszystkie strategiczne projekty inwestycyjne mają być kontynuowane.

Strategiczne cele Grupy Azoty do 2020 roku

	obecnie	poprzednio (sierpień 2013/2014)
marża EBITDA	14%	14%
marża EBIT	8%	8%
ROE	10%	12%
ROCE	10%	14%
Payout ratio	<60%	40-60%
DN/EBITDA		<2,5x
DN/KW		<0,8x
CAPEX cum 2020		7 mld PLN
B+R	1%	

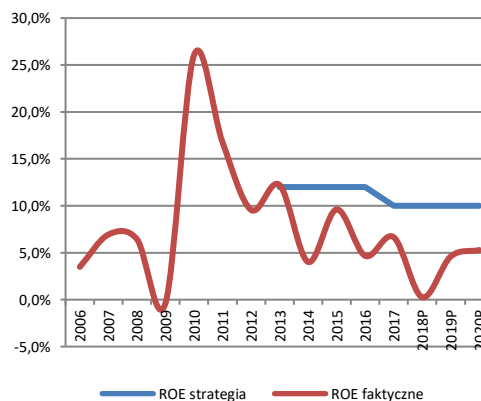
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

Marża EBITDA- założenia BDM vs strategia [%]



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

ROE- założenia BDM vs strategia [%]



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028

Główne założenia kwartalne

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	429,4	435,2	455,3	423,0	454,2	497,8	517,6	511,2	503,3	507,0	513,7	532,5
Pszenica [USD/t]	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	190,2	187,8	184,9	186,3	188,7	195,7
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	76,0	68,1	63,3	66,5	66,2	65,8
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	24,6	19,3	18,2	18,3	21,4
[USD/MMBTU]	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	8,2	6,4	6,1	6,2	7,3
Gaz taryfa PGNIG [EUR/MWh]**	21,2	23,4	21,7									
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	290,3	250,0	234,2	278,8	277,4	254,5	283,5	310,5	300,0	300,0	300,0	300,0
Saletrzak [EUR/t]	209,2	169,9	165,0	195,8	191,7	171,4	203,5	221,3	213,8	213,8	213,8	213,8
Siarczan amonu [USD/t]	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	132,9	142,0	140,0	130,1	125,5	125,3
Mocznik [USD/t]	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	259,2	290,8	260,0	260,0	260,0	280,0
RSM [USD/t]	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	147,7	191,2	179,1	178,7	178,2	183,3
NPK [USD/t]	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	270,0	275,0	280,0	280,0	280,0	300,0
DAP [USD/t]	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	424,2	418,8	400,0	400,0	400,0	420,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 087,4	2 147,5	2 132,8	2 154,8	2 086,8	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Poliamid [EUR/t]	2 033,3	2 305,0	2 131,7	2 138,3	2 205,0	2 205,0	2 205,0	2 146,7	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 332,7	1 434,3	1 381,7	1 339,0	1 345,3	1 343,3	1 340,0	1 353,3	1 263,6	1 319,4	1 304,3	1 283,8
2EH [EUR/t]	991,3	1 192,7	1 105,7	1 067,0	1 071,0	1 132,3	1 230,3	1 208,1	1 128,0	1 177,8	1 164,3	1 146,1
Melamina [EUR/t]	1 441,7	1 491,7	1 533,3	1 569,3	1 620,0	1 650,0	1 655,0	1 635,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 230,0	2 373,3	2 720,0	2 845,0	2 915,0	2 965,0	2 942,0	2 826,3	2 684,9	2 684,9	2 684,9	2 684,9
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	104,2	114,3	114,3	114,3	120,0
Sól potasowa [USD/t]	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	249,7	281,3	280,0	280,0	280,0	300,0
Siarka* [USD/t]	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	137,0	130,7	135,0	134,5	134,0
Benzen [USD/t]	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	754,4	640,6	598,1	624,5	617,4	607,7
Węgiel [PLN/t]	252,7	252,7	252,7	252,7	303,3	303,3	303,3	303,3	333,6	333,6	333,6	333,6
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	279,0	279,0	279,0	279,0

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. * od 4Q'13 spółka ma długą pozycję rzędu max 200 tys. ton. Rocznie. **- brak taryfy przemysłowej od października'17

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
Przychody	2 411,9	2 034,3	2 053,6	2 448,1	2 364,7	2 320,8	2 234,9	2 788,4	2 998,3	2 783,2	2 689,2	3 164,3
Nawozy	1 368,7	1 084,9	1 077,5	1 397,5	1 174,5	1 145,3	1 136,9	1 681,1	1 871,5	1 672,8	1 670,2	2 070,4
wieloskładnikowe	447,7	402,0	347,0	466,9	336,6	401,0	374,0	499,8	441,4	504,3	464,1	586,6
saletrzane	581,1	334,6	419,1	572,8	487,8	413,9	449,8	663,7	564,7	438,5	506,7	656,9
mocznik	195,8	221,9	209,1	261,3	254,9	174,0	154,9	214,5	227,3	179,2	138,6	227,2
siarczan amonu	43,8	23,3	41,9	30,4	25,8	40,2	68,9	49,5	47,7	41,2	69,9	47,3
RSM	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	89,3	89,2	107,6	147,2	120,9	88,4
Compo								164,3	482,7	362,3	370,0	464,0
Tworzywa	425,2	366,1	371,8	404,8	507,3	527,8	386,3	365,1	412,6	441,5	367,2	371,6
Poliamidy	261,5	261,6	249,9	267,7	376,7	400,8	343,9	365,1	412,6	441,5	367,2	371,6
Kaproaktam	163,7	104,5	121,9	137,1	130,6	127,1	42,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chemia	594,9	561,4	587,7	621,2	643,8	627,0	690,6	717,5	675,2	648,1	630,8	697,6
Alkohole	162,7	152,0	191,1	184,4	177,8	175,5	186,6	212,0	174,3	168,3	180,0	206,0
Plastyfikatory	76,6	61,9	60,0	65,6	73,5	60,5	49,0	67,3	71,4	60,8	48,6	65,4
Melamina	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	161,3	160,6	159,3	149,1	154,0	155,9
Mocznik techniczny	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	71,8	77,5	67,3	64,5	74,3	75,1
Pigmenty	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	99,6	103,7	109,3	110,0	92,6	100,9
Udział %												
Nawozy	56,7%	53,3%	52,5%	57,1%	49,7%	49,3%	50,9%	60,3%	62,4%	60,1%	62,1%	65,4%
wieloskładnikowe	18,6%	19,8%	16,9%	19,1%	14,2%	17,3%	16,7%	17,9%	14,7%	18,1%	17,3%	18,5%
saletrzane	24,1%	16,4%	20,4%	23,4%	20,6%	17,8%	20,1%	23,8%	18,8%	15,8%	18,8%	20,8%
mocznik	8,1%	10,9%	10,2%	10,7%	10,8%	7,5%	6,9%	7,7%	7,6%	6,4%	5,2%	7,2%
siarczan amonu	1,8%	1,1%	2,0%	1,2%	1,1%	1,7%	3,1%	1,8%	1,6%	1,5%	2,6%	1,5%
RSM	4,2%	5,1%	2,9%	2,7%	2,9%	5,0%	4,0%	3,2%	3,6%	5,3%	4,5%	2,8%
Compo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	16,1%	13,0%	13,8%	14,7%
Tworzywa	17,6%	18,0%	18,1%	16,5%	21,5%	22,7%	17,3%	13,1%	13,8%	15,9%	13,7%	11,7%
Poliamidy	10,8%	12,9%	12,2%	10,9%	15,9%	17,3%	15,4%	13,1%	13,8%	15,9%	13,7%	11,7%
Kaproaktam	6,8%	5,1%	5,9%	5,6%	5,5%	5,5%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	24,7%	27,6%	28,6%	25,4%	27,2%	27,0%	30,9%	25,7%	22,5%	23,3%	23,5%	22,0%
Alkohole	6,7%	7,5%	9,3%	7,5%	7,5%	7,6%	8,4%	7,6%	5,8%	6,0%	6,7%	6,5%
Plastyfikatory	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%	3,1%	2,6%	2,2%	2,4%	2,4%	2,2%	1,8%	2,1%
Melamina	4,9%	5,3%	5,7%	5,4%	5,6%	5,5%	7,2%	5,8%	5,3%	5,4%	5,7%	4,9%
Mocznik techniczny	2,9%	3,3%	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	3,2%	2,8%	2,2%	2,3%	2,8%	2,4%
Pigmenty	3,7%	4,8%	4,8%	4,1%	4,6%	4,7%	4,5%	3,7%	3,6%	4,0%	3,4%	3,2%
Przychody	2 411,9	2 034,3	2 053,6	2 448,1	2 364,7	2 320,8	2 234,9	2 788,4	2 998,3	2 783,2	2 689,2	3 164,3
GK ZAT	478,8	377,2	408,4	417,1	476,4	430,1	436,2	579,9	571,3	547,3	500,9	581,1
GK ZAK	483,0	394,0	444,0	502,0	495,0	434,0	458,0	534,4	475,8	441,4	456,0	529,3
GK Police	699,5	650,4	531,3	718,4	615,0	630,4	552,1	705,9	703,3	708,4	595,9	844,5
GK Puławy	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	838,6	930,9	974,7	936,7	964,2	942,3
Siarkopol	63,6	60,5	46,8	55,5	68,9	77,1	71,0	90,3	90,0	96,9	80,0	88,9
Compo								164,3	482,7	362,3	370,0	464,0
EBITDA	452,8	261,3	255,5	217,3	403,2	125,7	44,1	200,5	487,5	266,7	252,8	325,1
GK ZAT	80,4	58,8	60,7	45,1	86,0	22,4	17,0	16,0	62,1	9,0	20,8	21,6
GK ZAK	81,0	20,0	61,0	49,0	75,0	16,0	-19,0	31,1	68,6	49,4	56,6	69,4
GK Police	84,0	92,9	44,8	8,8	68,3	25,2	5,9	35,4	76,6	41,8	29,8	50,2
GK Puławy	203,6	78,3	83,1	133,1	158,8	30,7	12,0	59,8	193,1	86,2	70,9	98,0
Siarkopol	-1,0	-4,5	-8,7	-23,9	1,4	6,4	8,3	19,5	16,6	20,6	14,2	17,1
Compo								11,5	43,4	32,6	33,3	41,8
Marża EBITDA	18,8%	12,8%	12,4%	8,9%	17,1%	5,4%	2,0%	7,2%	16,3%	9,6%	9,4%	10,3%
GK ZAT	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	2,8%	10,9%	1,6%	4,2%	3,7%
GK ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	9,8%	15,2%	3,7%	-4,1%	5,8%	14,4%	11,2%	12,4%	13,1%
GK Police	12,0%	14,3%	8,4%	1,2%	11,1%	4,0%	1,1%	5,0%	10,9%	5,9%	5,0%	5,9%
GK Puławy	20,3%	9,9%	10,4%	14,8%	17,4%	3,6%	1,4%	6,4%	19,8%	9,2%	7,4%	10,4%
Siarkopol	-1,6%	-7,5%	-18,6%	-43,2%	2,1%	8,3%	11,7%	21,6%	18,4%	21,2%	17,8%	19,2%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Produkcja NH3	638,2	568,9	517,9	592,9	581,3	550,0	470,5	550,3	627,9	577,6	539,6	617,3
Produkcja PA6 i POM	32,2	29,4	29,9	32,0	43,9	45,3	38,1	42,0	48,9	51,3	42,1	43,0
Produkcja kaprolaktamu	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Produkcja alkoholi	45,0	35,6	46,0	47,0	46,6	42,0	39,8	47,0	42,7	38,3	39,8	47,0
Produkcja plastyfikatorów	13,3	10,2	10,2	11,6	13,1	10,6	8,5	11,6	13,1	10,6	8,5	11,6

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

Główne założenia roczne

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	435,7	495,2	514,0	550,8	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2
Pszenica [USD/t]	160,1	182,0	188,9	202,4	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	71,5	65,4	64,7	63,2	62,0	61,5	61,6	61,8	61,8	61,8	61,8
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	17,2	22,9	19,3	20,0	20,0	20,0	19,0	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6
[USD/MMBTU]	5,7	7,9	6,7	6,7	7,0	7,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	22,1											
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	263,3	281,5	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Saletrzak [EUR/t]	185,0	197,0	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8	213,8
Siarczan amonu [USD/t]	125,0	132,5	130,2	126,7	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8
Mocznik [USD/t]	217,9	250,5	265,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0
RSM [USD/t]	130,1	150,1	179,8	189,5	186,4	184,3	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5
NPK [USD/t]	243,0	264,5	285,0	320,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	338,2	407,2	405,0	430,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 102,5	2 130,5	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Poliamid [EUR/t]	2 152,1	2 190,4	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0	2 080,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 371,9	1 345,5	1 292,8	1 315,5	1 233,4	1 180,9	1 144,1	1 145,7	1 149,7	1 149,7	1 149,7	1 149,7
2EH [EUR/t]	1 089,2	1 160,4	1 154,1	1 174,3	1 101,1	1 054,2	1 021,3	1 022,8	1 026,4	1 026,4	1 026,4	1 026,4
Melamina [EUR/t]	1 509,0	1 640,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 542,1	2 912,1	2 684,9	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	90,5	100,3	115,7	122,9	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7
Sól potasowa [USD/t]	230,3	255,8	285,0	320,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka* [USD/t]	94,8	121,7	133,5	132,6	130,5	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9
Benzen [USD/t]	762,0	718,3	611,9	622,7	583,8	559,0	541,5	542,3	544,2	544,2	544,2	544,2
Węgiel [PLN/t]	252,7	303,3	333,6	333,6	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	279,0	279,0	279,0	284,6	290,3	296,1	302,0	308,1	314,2	320,5

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	8 875	9 659	12 013	12 739	12 759	12 657	12 521	12 548	12 551	12 551	12 551	12 551
Nawozy	4 929	5 138	7 285	7 801	7 895	7 844	7 747	7 772	7 772	7 772	7 772	7 772
wieloskładnikowe	1 664	1 611	1 996	2 169	2 204	2 176	2 151	2 176	2 176	2 176	2 176	2 176
saletrzane	1 908	2 015	2 167	2 218	2 270	2 324	2 324	2 324	2 324	2 324	2 324	2 324
mocznik	888	798	772	882	859	838	818	818	818	818	818	818
siarczan amonu	139	185	206	203	230	224	219	219	219	219	219	219
RSM	330	364	464	503	495	490	485	485	485	485	485	485
Compo		164	1 679	1 827	1 837	1 791	1 749	1 749	1 749	1 749	1 749	1 749
Tworzywa	1 568	1 912	2 174	2 326	2 326	2 326	2 326	2 326	2 326	2 326	2 326	2 326
Poliamidy	1 041	1 487	1 593	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698	1 698
Kaproaktam	527	426	581	628	628	628	628	628	628	628	628	628
Chemia	2 292	2 504	2 448	2 506	2 432	2 381	2 343	2 344	2 347	2 347	2 347	2 347
Alkohole	690	752	729	731	686	657	636	637	639	639	639	639
Plastyfikatory	264	250	246	258	242	232	224	225	225	225	225	225
Melamina	476	580	618	640	640	640	640	640	640	640	640	640
Mocznik techniczny	260	275	281	304	296	289	282	282	282	282	282	282
Pigmenty	386	422	413	399	399	399	399	399	399	399	399	399
Udział %	99,0%	98,9%	99,1%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%
Nawozy	55,5%	53,2%	60,6%	61,2%	61,9%	62,0%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%	61,9%
wieloskładnikowe	18,7%	16,7%	16,6%	17,0%	17,3%	17,2%	17,2%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
saletrzane	21,5%	20,9%	18,0%	17,4%	17,8%	18,4%	18,6%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
mocznik	10,0%	8,3%	6,4%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
siarczan amonu	1,6%	1,9%	1,7%	1,6%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
RSM	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Compo		1,7%	14,0%	14,3%	14,4%	14,2%	14,0%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Tworzywa	17,7%	19,8%	18,1%	18,3%	18,2%	18,4%	18,6%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
Poliamidy	11,7%	15,4%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Kaproaktam	5,9%	4,4%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Chemia	25,8%	25,9%	20,4%	19,7%	19,1%	18,8%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%
Alkohole	7,8%	7,8%	6,1%	5,7%	5,4%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Plastyfikatory	3,0%	2,6%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Melamina	5,4%	6,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Mocznik techniczny	2,9%	2,8%	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Pigmenty	4,3%	4,4%	3,4%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Przychody	9 617	10 017	11 793	12 357	12 364	12 253	12 110	12 137	12 140	12 140	12 140	12 140
GK ZAT	1 682	1 923	2 201	2 309	2 335	2 332	2 329	2 329	2 329	2 329	2 329	2 329
GK ZAK	1 823	1 921	1 903	1 950	1 884	1 837	1 802	1 803	1 806	1 806	1 806	1 806
GK Police	2 600	2 503	2 852	3 158	3 228	3 180	3 135	3 156	3 156	3 156	3 156	3 156
GK Puławy	3 491	3 529	3 818	4 039	4 067	4 091	4 062	4 062	4 062	4 062	4 062	4 062
Siarkopol	226	307	356	349	335	322	315	315	315	315	315	315
Compo		164	1 679	1 827	1 837	1 791	1 749	1 749	1 749	1 749	1 749	1 749
EBITDA	1 187	774	1 332	1 481	1 438	1 418	1 453	1 466	1 463	1 458	1 454	1 448
GK ZAT	245	142	113	90	140	145	150	147	141	135	129	123
GK ZAK	211	103	244	257	220	216	227	230	231	231	231	231
GK Police	231	135	198	255	251	231	229	243	246	249	252	255
GK Puławy	498	261	448	524	478	487	518	517	515	514	513	512
Siarkopol	-38	36	68	67	61	54	47	48	48	48	48	47
Compo		12	151	164	165	161	157	157	157	157	157	157
Marża EBITDA	12,3%	7,7%	11,3%	12,0%	11,6%	11,6%	12,0%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%
GK ZAT	14,6%	7,4%	5,2%	3,9%	6,0%	6,2%	6,5%	6,3%	6,1%	5,8%	5,5%	5,3%
GK ZAK	11,6%	5,4%	12,8%	13,2%	11,7%	11,8%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
GK Police	8,9%	5,4%	7,0%	8,1%	7,8%	7,3%	7,3%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%
GK Puławy	14,3%	7,4%	11,7%	13,0%	11,8%	11,9%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%
Siarkopol	-16,9%	11,6%	19,2%	19,2%	18,1%	16,7%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Compo		7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Produkcja NH3	2 400,3	2 184,6	2 362,3	2 387,2	2 396,2	2 413,5	2 413,5	2 413,5	2 413,5	2 413,5	2 413,5	1 184,4
wykorzystanie mocy	104%	95%	102%	103%	104%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	51%
Produkcja PA6 i POM	123,5	169,2	185,2	202,0	212,0	222,0	232,0	232,0	232,0	232,0	232,0	232,0
wykorzystanie mocy	104%	109%	109%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja kaprolaktamu	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
wykorzystanie mocy	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja alkoholi	173,6	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	107%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja plastyfikatorów	45,3	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
wykorzystanie mocy	65%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	8 081	9 680	10 039	10 174	10 159	10 158	10 149	10 138	10 123	10 105	10 082	10 056
Wartości niematerialne i prawne	428	417	412	410	419	438	467	504	549	601	660	724
Rzeczowe aktywa trwałe	7 256	8 867	9 231	9 368	9 344	9 323	9 286	9 238	9 178	9 108	9 027	8 936
Aktywa obrotowe	3 658	4 088	4 433	4 651	4 724	4 695	4 695	4 665	4 684	4 698	5 022	5 347
Zapasy	1 192	1 370	1 612	1 686	1 686	1 670	1 650	1 653	1 654	1 654	1 654	1 654
Należności krótkoterminowe	1 113	1 197	1 409	1 473	1 472	1 458	1 440	1 443	1 444	1 444	1 444	1 444
Inwestycje krótkoterminowe	1 342	581	474	553	627	629	666	629	647	662	986	1 310
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 086	325	218	297	371	373	410	373	391	406	730	1 054
Aktywa razem	11 738	13 768	14 472	14 825	14 883	14 853	14 844	14 803	14 807	14 803	15 105	15 403
Kapitał (fundusz) własny	6 856	7 881	8 261	8 708	9 077	9 395	9 769	10 143	10 496	10 800	11 050	11 295
Kapitał (fundusz) podstawowy	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
Kapitał (fundusz) zapasowy	2 418	3 879	3 900	4 267	4 657	4 979	5 315	5 672	6 018	6 317	6 565	6 807
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470
Zysk (strata) netto okresu	457	21	380	460	439	435	473	490	497	503	505	507
Udziały mniejszości	588	582	623	674	722	766	810	859	909	961	1 013	1 065
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 295	5 306	5 588	5 443	5 083	4 692	4 265	3 801	3 401	3 042	3 042	3 042
Rezerwy na zobowiązania	667	667	667	667	667	667	667	667	667	667	667	667
Zobowiązania długoterminowe	1 700	2 622	2 602	2 382	2 042	1 692	1 312	854	454	95	95	95
-oprocentowane	102	132	102	72	52	32	12	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 928	2 017	2 320	2 394	2 375	2 333	2 286	2 280	2 280	2 280	2 280	2 280
-oprocentowane	102	132	102	72	52	32	12	0	0	0	0	0
Pasywa razem	11 738	13 768	14 472	14 825	14 883	14 853	14 844	14 803	14 807	14 803	15 105	15 403

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	9 617	10 017	11 793	12 357	12 364	12 253	12 110	12 137	12 140	12 140	12 140	12 140
Koszty produktów, tow. i materiałów	7 458	8 325	9 103	9 452	9 336	9 238	9 055	9 046	9 031	9 011	8 991	8 969
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2 160	1 692	2 690	2 905	3 029	3 015	3 055	3 091	3 109	3 129	3 149	3 171
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 431	1 508	1 827	1 900	1 926	1 937	1 948	1 973	1 999	2 025	2 052	2 080
Zysk (strata) na sprzedaży	728	184	863	1 004	1 103	1 078	1 108	1 117	1 110	1 104	1 097	1 091
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-131	-87	-277	-301	-445	-445	-445	-445	-445	-445	-445	-445
EBITDA	1 187	774	1 332	1 481	1 438	1 418	1 453	1 466	1 463	1 458	1 454	1 448
EBIT	597	97	586	704	658	633	663	672	665	658	652	646
Saldo działalności finansowej	-37	-60	-79	-86	-70	-55	-37	-19	-3	12	22	32
Zysk (strata) brutto	576	50	520	631	602	591	638	666	676	684	687	691
Zyski (straty) mniejszości	32	-6	41	51	48	43	44	49	50	51	52	53
Zysk (strata) netto	457	21	380	460	439	435	473	490	497	503	505	507

CF [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 114	583	1 165	1 367	1 366	1 356	1 386	1 386	1 386	1 386	1 386	1 386
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-709	-2 082	-1 145	-929	-781	-801	-800	-807	-810	-813	-807	-800
Przepływy z działalności finansowej	54	738	-129	-358	-511	-554	-548	-616	-558	-558	-255	-262
Przepływy pieniężne netto	459	-760	-108	79	74	1	38	-37	18	14	325	324
Środki pieniężne na początek okresu	642	1 086	325	218	297	371	373	410	373	391	406	730
Środki pieniężne na koniec okresu	1 086	325	218	297	371	373	410	373	391	406	730	1 054

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	4,2%	17,7%	4,8%	0,1%	-0,9%	-1,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-34,8%	72,2%	11,2%	-2,9%	-1,4%	2,5%	0,9%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%
EBIT zmiana r/r	-83,8%	504,6%	20,1%	-6,5%	-3,9%	4,8%	1,4%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-95,5%	1736,9%	21,1%	-4,6%	-0,9%	8,6%	3,7%	1,4%	1,2%	0,4%	0,5%
Marża brutto na sprzedaży	16,9%	22,8%	23,5%	24,5%	24,6%	25,2%	25,5%	25,6%	25,8%	25,9%	26,1%
Marża EBITDA	7,7%	11,3%	12,0%	11,6%	11,6%	12,0%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%
Marża EBIT	1,0%	5,0%	5,7%	5,3%	5,2%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%
Marża brutto	0,5%	4,4%	5,1%	4,9%	4,8%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%
Marża netto	0,2%	3,2%	3,7%	3,6%	3,6%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%
COGS / przychody	83,1%	77,2%	76,5%	75,5%	75,4%	74,8%	74,5%	74,4%	74,2%	74,1%	73,9%
SG&A / przychody	15,1%	15,5%	15,4%	15,6%	15,8%	16,1%	16,3%	16,5%	16,7%	16,9%	17,1%
SG&A / COGS	18,1%	20,1%	20,1%	20,6%	21,0%	21,5%	21,8%	22,1%	22,5%	22,8%	23,2%
ROE	0,3%	4,6%	5,3%	4,8%	4,6%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%
ROA	0,2%	2,6%	3,1%	3,0%	2,9%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Dług	2 658,5	2 608,5	2 358,5	1 998,5	1 628,5	1 228,5	759,3	359,3	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	19,3%	18,0%	15,9%	13,4%	11,0%	8,3%	5,1%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	23,9%	22,0%	18,9%	15,5%	12,3%	9,0%	5,4%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	31,4%	29,4%	25,1%	20,4%	16,0%	11,6%	6,9%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	2 079,4	2 137,3	1 807,9	1 373,6	1 002,2	564,7	132,2	-285,6	-659,3	-983,8	-1 308,0
Dług netto / kapitał własny	26,4%	25,9%	20,8%	15,1%	10,7%	5,8%	1,3%	-2,7%	-6,1%	-8,9%	-11,6%
Dług netto / EBITDA	2,7	1,6	1,2	1,0	0,7	0,4	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9
Dług netto / EBIT	21,5	3,6	2,6	2,1	1,6	0,9	0,2	-0,4	-1,0	-1,5	-2,0
EV	6 493,6	6 551,5	6 222,1	5 787,8	5 416,4	4 978,9	4 546,4	4 128,6	3 754,9	3 430,4	3 106,2
Dług / EV	40,9%	39,8%	37,9%	34,5%	30,1%	24,7%	16,7%	8,7%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	11,6%	9,8%	7,7%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%
CAPEX / Amortyzacja	160,7%	144,9%	116,5%	98,2%	99,9%	99,0%	98,7%	98,3%	97,8%	97,4%	97,0%
Amortyzacja / Przychody	7,2%	6,8%	6,6%	6,6%	6,7%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%
Zmiana KO / Przychody	2,1%	1,2%	0,3%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	213,4	11,6	9,6	10,1	10,1	9,3	9,0	8,9	8,8	8,7	8,7
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	6,3	3,9	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
EV/EBITDA*	8,4	4,9	4,2	4,0	3,8	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,1
EV/EBIT*	67,0	11,2	8,8	8,8	8,6	7,5	6,8	6,2	5,7	5,3	4,8
EV/S*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	85,3	89,6	94,6	98,8	102,4	106,6	110,9	115,0	118,6	121,6	124,6
EPS	0,2	3,8	4,6	4,4	4,4	4,8	4,9	5,0	5,1	5,1	5,1
CEPS	7,0	11,4	12,5	12,3	12,3	12,7	12,9	13,0	13,1	13,2	13,2
FCFPS	-0,2	4,0	5,5	5,3	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5
DPS w okresie	1,3	0,0	0,1	0,7	1,2	1,0	1,2	1,5	2,0	2,6	2,6
Payout ratio	34,9%	0,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 44,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa**Krzystian Brymora**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny, energetyka**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

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 Grupa Azoty

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	46,4	Trzymaj	31,8	28.02.2019	10:35 CEST	44,5	59 969,6
Trzymaj	31,8	Akumuluj	67,35*	24.09.2018	9:30 CEST	31,4	58 237,8
Akumuluj	68,6	Akumuluj	80,4	14.02.2018	13:35 CEST	63,5	63 319,7
Akumuluj	80,4	Redukuj	65,8	27.07.2017	8:35 CEST	69,0	62 333,0
Redukuj	65,8	Sprzedaj	60,2	28.07.2016		75,0	46 854,0
Sprzedaj	60,2	Sprzedaj	44,7	06.11.2015		93,0	50 106,0
Sprzedaj	44,7	Sprzedaj	51,2	08.08.2014		72,0	49 958,7
Sprzedaj	51,2	-	-	30.12.2013		64,0	51 281,1

*- skorygowane o DIV (1,25 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 1Q'19*:			, 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	2	29%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	3	43%	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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględnił 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 jakakolwiek 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 wahaniom 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 (bazując 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.02.2019 roku (10:35 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.03.2019 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 wyczytane 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 nie trafne. 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 28.02.2019 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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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.