



Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 45,1 PLN

17 CZERWCA 2019, 10:05 CEST

Mimo rekordowych wyników finansowych za 1Q'19, od czasu naszej ostatniej rekomendacji, kurs akcji spółki stracił 8%. Tymczasem w 2Q'19 ceny gazu spadły do poziomów nienotowanych od 2016 roku (-38% r/r), a korekta cenowa nawozów po okresie wysokiego sezonu (-4% q/q) była relatywnie niewielka. Tym samym spółka ma potencjał do kolejnych, pozytywnych zaskoczeń wynikowych, co powinno prowadzić do rewizji konsensusu. Po spadku wyceny rynkowej i przy wyższych projekcjach 2019-2020 uwzględniających nowe ścieżki cenowe dla m.in. gazu i CO2 podnosimy nasze zalecenie dla spółki do **AKUMULUJ** z ceną docelową 45,1 PLN/akcję.

W 1Q'19 oczyszczona EBITDA grupy okazała się ok. 29% wyższa od naszych oczekiwań i 23% od konsensusu. Spółka zrealizowała bardzo wysokie ceny nawozów, powyżej benchmarku i dobre wolumeny sprzedaży (niska baza 1Q'18). W 1Q'19 zrealizowane ceny nawozów wzrosły o ok. 13,5% r/r czyli ok. 7% powyżej benchmarków w Europie. W okresie kwiecień-maj'19 benchmarkowe ceny nawozów (przy typowym mixie sprzedaży GA) spadły o 4% q/q (+10% r/r).

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ok. 60% i obecnie notowane są najniżej od 2016 roku (-50% r/r w czerwcu'19). Na przecenę wpływ miała cieplejsza zima w Europie i Azji (LNG) i w konsekwencji wysoki stan zapasów.

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 z 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.

Zaktualizowaliśmy prognozy wyników finansowych. Oczekujemy, że przy obecnych uwarunkowaniach rynkowych grupa powinna wygenerować 1,5-1,6 mld PLN EBITDA wobec prognozowanych wcześniej 1,3 mld PLN (0,77 mld PLN w 2018 roku).

W 2019 roku bazowy scenariusz inwestycji kapitałowej w SPV PDH Polska zakłada udział w emisji z prawem poboru zależnych Polic (66% z 1,1 mld PLN). Całkowite zaangażowanie spółek z Grupy Azoty nie może przekroczyć 1,4 mld PLN. PDH Polska ma podpisane 2 listy intencyjne z partnerami na ok. 1 mld PLN. W związku ze wzrostem budżetu o ok. 20% projekt Polimery Police ma negatywny wpływ na naszą wycenę. Każdy kolejny partner będzie obniżał ryzyko inwestycyjne.

Wycena DCF [PLN]	32,1
w tym NPV PDH+PP	-0,4
Wycena porównawcza [PLN]	58,1
Wycena końcowa [PLN]	45,1
Potencjał do wzrostu / spadku	9,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	41,1
Kapitalizacja [mln PLN]	4 078,9
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	46,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	30,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-11,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	34,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	28,3%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	19,8%
PZU TFI	8,6%
NN OFE	5,4%
Pozostali	33,1%

Krzysztof Brymora

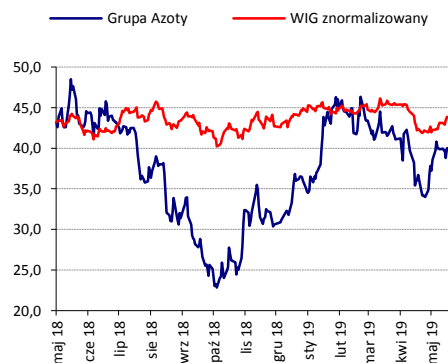
brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	8 966,8	9 617,5	9 999,0	11 400,7	11 788,6	11 871,1
EBITDA [mln PLN]	948,0	1 186,9	764,4	1 554,8	1 656,7	1 481,1
EBITDA adj. [mln PLN]	1 033,0	1 261,3	771,2	1 554,8	1 656,7	1 481,1
EBIT [mln PLN]	427,6	597,2	81,0	697,1	750,0	572,9
Wynik netto [mln PLN]	301,9	456,7	9,8	431,4	485,2	367,7
P/BV	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	13,5	8,9	418,0	9,5	8,4	11,1
EV/EBITDA	4,8	3,5	8,2	4,2	3,7	3,9
EV/EBIT	11,7	7,9	78,0	9,5	8,3	10,1
DY	2,0%	1,9%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%



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
REKORDOWE WYNIKI ZA 1Q'19.....	3
WYSOKIE ZREALIZOWANE CENY NAWOZÓW W 1Q'19.....	3
CENY GAZU NAJNIŻSZE OD 2-3Q'16	4
WYRAŻNA DYSPROPORCJA CEN GAZU DO INNYCH NOŚNIKÓW	5
W DŁUGIM TERMINIE NADPODAŻ GAZU	6
AKTUALIZACJA PROGNOZ	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA DCF.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	14
WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	15
POLIMERY POLICE	17
HISTORIA PROJEKTU	17
KONFERENCJA Z ZARZĄDEM NT. POLIMERY POLICE (25.03.2019).....	18
OPIS PROJEKTU/TECHNOLOGII	19
RYNEK	20
FINANSOWANIE/ZADŁUŻENIE	21
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	26

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 32,1 PLN (w tym -0,4 PLN Polimery Police). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 58,1 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 45,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	32,1
w tym NPV PDH		-0,4
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	58,1
Wycena spółki [PLN]		45,1

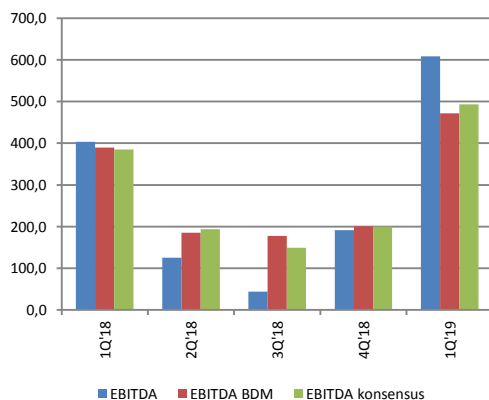
Źródło: BDM S.A.

Rekordowe wyniki za 1Q'19

Po dużym rozczarowaniu w 2-3Q'18, czyli w okresie niskiego sezonu nawozowego, spółka wyraźnie zaskoczyła pozytywnie w 1Q'19. Oczyszczona EBITDA grupy okazała się o ok. 29% wyższa od naszych oczekiwań i 23% od konsensusu. Spółka zrealizowała bardzo wysokie ceny nawozów, powyżej benchmarku i dobre wolumeny sprzedaży (niska baza 1Q'18).

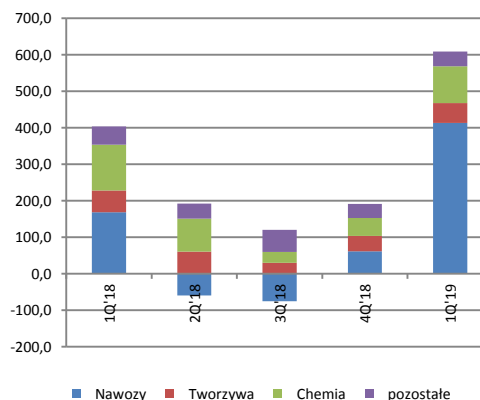
W 1Q'19 oczyszczona EBITDA LFL (bez Compo Expert) wyniosła 563 mln PLN (+40% r/r). Oczyszczona EBITDA w nawozach (LFL) wyniosła 368 mln PLN (+118% r/r). EBITDA w pozostałych biznesach (gł. Tworzywa i Chemia) spadła o ok. 40 mln PLN (-17% r/r).

Kwartalna EBITDA adj. vs prognozy BDM/kons. [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

Dekompozycja EBITDA adj. [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wysokie zrealizowane ceny nawozów w 1Q'19

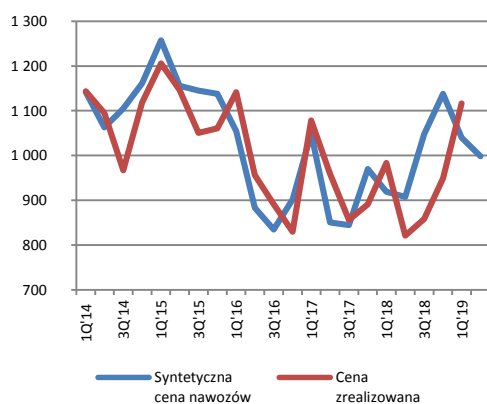
W 1Q'19 zrealizowane ceny nawozów wzrosły o ok. 13,5% r/r czyli ok. 7% powyżej benchmarków w Europie. Była to gł. przyczyna pozytywnego zaskoczenia wynikowego.

Na konferencji po wynikach zarząd liczył na ukształtowanie dołka cenowego w 2-3Q'19 na wyższym niż zwykle poziomie. Ponadto zarząd wskazywał na niższe spadki cen niż w przypadku benchmarków.

W okresie kwiecień-maj'19 benchmarkowe ceny nawozów (przy typowym mixie sprzedaży GA) spadły o 4% q/q, co oznacza wzrost o ok. 10% r/r (w PLN). W modelu dla spółki przyjmujemy ceny benchmarkowe.

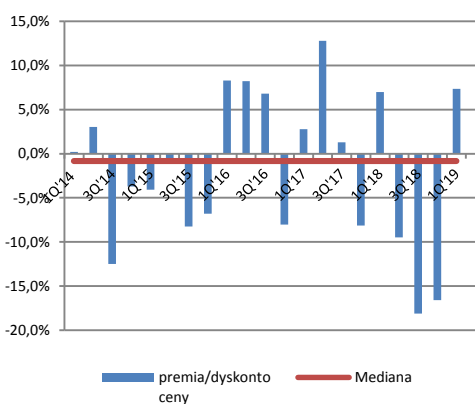
W 2-4Q'18 spółka zrealizowała bardzo niskie ceny nawozów, wyraźnie poniżej benchmarków (szczególnie w 3Q'18, 18% dyskonto), co przełożyło się na ok. 90 mln PLN oczyszczonej straty EBITDA w tym obszarze.

Ceny nawozów: benchmarki vs zrealizowane [PLN/t]



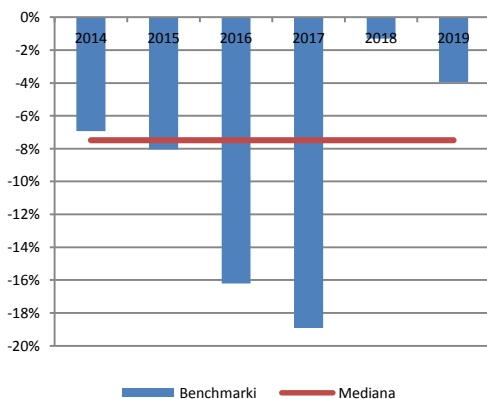
Źródło: BDM S.A., spółka

Premia/dyskonto cen zrealizowanych do benchmark [%]



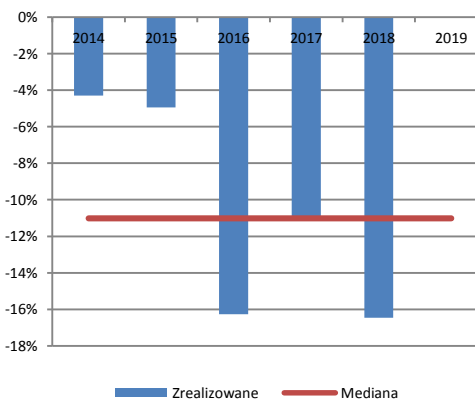
Źródło: BDM S.A., spółka

Sezonowe obniżki cen nawozów 2Q/1Q q/q- benchmarki



Źródło: BDM S.A., spółka

Sezonowe obniżki cen nawozów 2Q/1Q q/q- zrealizow.



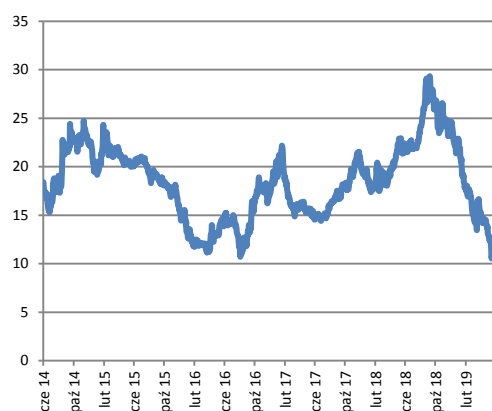
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny gazu najniższe od 2-3Q'16

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ok. 60% i obecnie notowane najniżej od 2016 roku (-50% r/r w czerwcu'19). Na przecenę wpływ miała cieplejsza zima w Europie i Azji (LNG) i w konsekwencji wysoki stan zapasów.

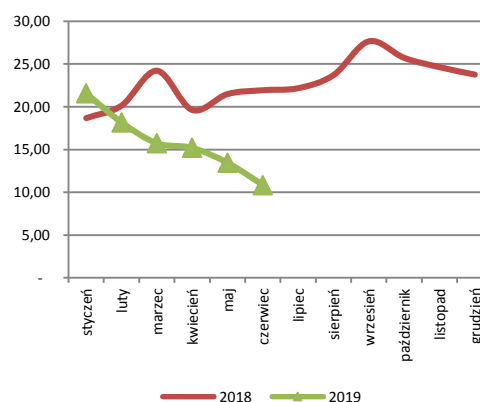
Zwracamy uwagę, że Grupa Azoty zużywa ok. 24 TWh gazu rocznie. Największym konsumentem są zakłady w Puławach (ok. 11 TWh), a surowiec ten stanowi blisko 60% w kosztach materiałowych (przy 36% dla Grupy Azoty)

Gaz TTF DA 2014-2019 [EUR/MWh]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Gaz TTF DA 2018-2019 [EUR/MWh]

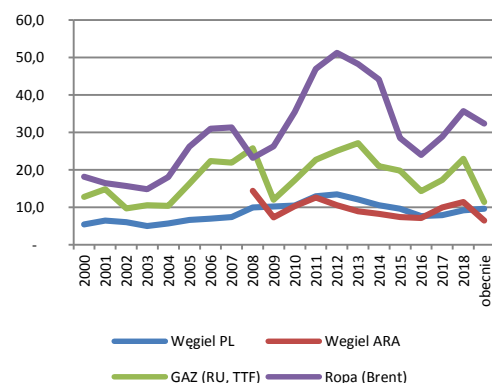


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wyraźna dysproporcja cen gazu do innych nośników

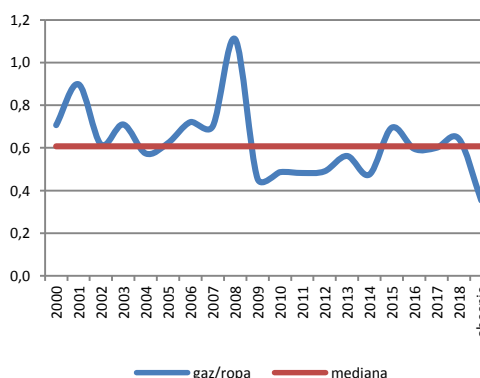
W ostatnich miesiącach zauważamy istotną dysproporcję między notowaniami gazu w Europie a innymi, dostępnymi nośnikami energii (węgiel i ropa), co rodzi ryzyko korekty. Przyjmujemy, zgodnie z krzywą terminową, że ceny gazu utrzymają się na niskim poziomie w 3Q'19 (12 EUR/MWh) by wzrosnąć w 4Q'19 do 18-19 EUR/MWh i 20 EUR/MWh w długim terminie (2020/2021).

Ceny surowców energetycznych [EUR/MWh]



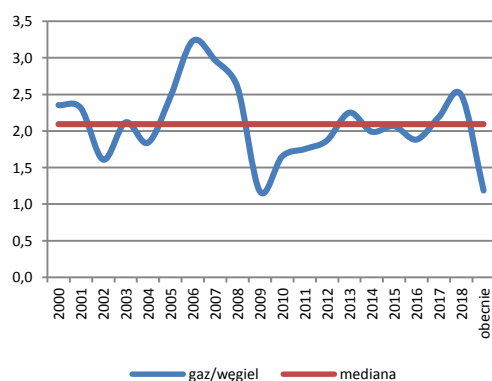
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Długoterminowa relacja cen gazu do ropy Brent*



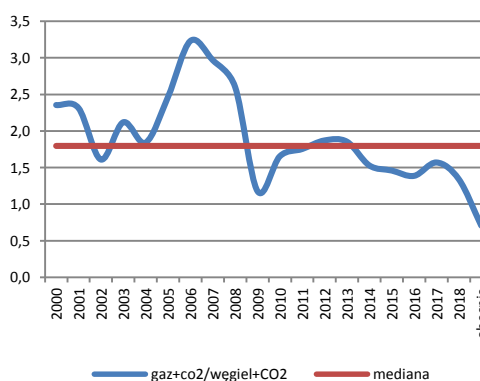
Źródło: BDM S.A. *- gaz w Europie/notowania Brent w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

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 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).

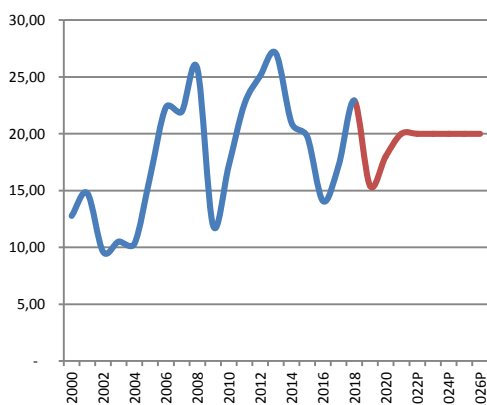
W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

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 2018 roku USA wyprodukowały 832 mld m³ gazu (+86 mld m³, +12% r/r).

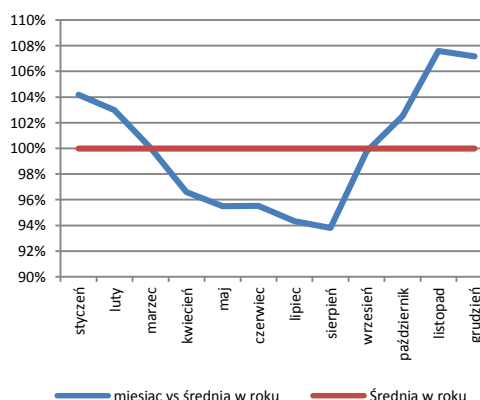
Obecnie największym importerem gazu na świecie jest Japonia (117 mld m³ w 2017 roku). Po katastrofie w Fukushima w 2011 roku tamtejsze reaktory jądrowe (wszystkie !) zostały wyłączone, co gwałtownie zwiększyło zapotrzebowanie na źródła rezerwowe (gaz). Do 2011 roku ok. 30% produkcji energii elektrycznej 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]



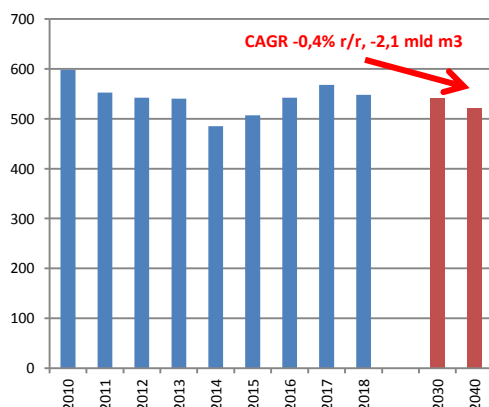
Źródło: BDM S.A. Na podstawie krzywej futures i szacunków własnych.

Sezonowość cen gazu w Europie* [%]



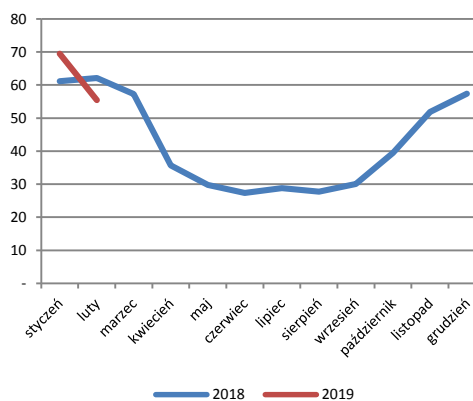
Źródło: BDM S.A. Średnia z miesięcznych notowań TTF w 2013-2018 w relacji do średniej rocznej.

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).

Aktualizacja prognoz

Zaktualizowaliśmy prognozy wyników finansowych. Oczekujemy, że przy obecnych uwarunkowaniach rynkowych grupa powinna wygenerować 1,5-1,6 mld PLN EBITDA wobec prognozowanych wcześniej 1,3 mld PLN (0,77 mld PLN w 2018 roku).

Wpływ na podniesienie założeń EBITDA w 2019-2020 roku o 17-12% miał gł. tańszy o 20% gaz. Dodatkowo spółka zrealizowała wysokie ceny nawozów w 1Q'19, co dobrze wróży wynikom w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony negatywny wpływ na prognozy i wycenę spółki miały podwyższone prognozy dla cen CO₂ (z 20 do 25 EUR/t).

W długim terminie nieznacznie podwyższyliśmy EBITDA do 1,55 mld PLN z 1,45 mld PLN, co wynika gł. z mniejszej presji kosztów surowcowych.

Oczekiwana ścieżka wynikowa [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P
Przychody	2 687	2 182	2 196	2 552	2 497	2 380	2 325	2 797	3 365	2 658	2 466	2 912	9 617	9 999	11 401
Azoty Tarnów	479	377	408	417	476	430	436	483	558	503	457	479	1 682	1 826	1 997
ZAK	483	394	444	504	495	434	458	576	529	399	376	475	1 825	1 963	1 779
Police	699	650	531	718	615	630	552	624	727	720	607	754	2 600	2 421	2 808
Puławy	1 003	788	798	902	910	849	839	980	1 069	834	839	887	3 491	3 578	3 629
Compo								164	499	351	328	459		164	1 636
EBITDA adj.	461	277	255	268	403	132	44	191	608	320	252	374	1 261	771	1 555
Azoty Tarnów	80	59	61	45	86	22	17	34	108	-21	11	22	245	160	120
ZAK	81	20	61	52	76	16	-19	61	93	50	41	80	214	134	264
Police	84	88	45	50	68	25	6	23	90	59	42	64	267	122	255
Puławy	212	93	83	132	159	37	12	69	269	132	72	108	520	277	581
Compo								12	45	32	29	41		12	147
Marża EBITDA adj.	17,2%	12,7%	11,6%	10,5%	16,1%	5,6%	1,9%	6,8%	18,1%	12,1%	10,2%	12,8%	13,1%	7,7%	13,6%
Azoty Tarnów	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	7,1%	19,3%	-4,2%	2,5%	4,6%	14,6%	8,8%	6,0%
ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	10,3%	15,4%	3,7%	-4,1%	10,6%	17,6%	12,7%	11,0%	16,8%	11,7%	6,8%	14,9%
Police	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	1,1%	3,6%	12,3%	8,3%	6,9%	8,5%	10,3%	5,0%	9,1%
Puławy	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	1,4%	7,0%	25,1%	15,8%	8,6%	12,2%	14,9%	7,8%	16,0%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%		7,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A., spółki

Aktualizacja prognoz [mln PLN]

	2018			2019P			2020P			2021P		
	poprzednia*	faktyczna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana
EBITDA adj.	780	771	-1%	1 332	1 555	17%	1 481	1 657	12%	1 438	1 481	3%
Azoty Tarnów	142	160	13%	113	120	6%	90	145	61%	140	177	26%
ZAK	104	134	29%	244	264	8%	257	287	12%	220	222	1%
Police	135	122	-10%	198	255	29%	255	282	11%	251	252	0%
Puławy	268	277	3%	448	581	30%	524	539	3%	478	434	-9%
Compo	12	12	-4%	151	147	-2%	164	163	-1%	165	164	-1%
Gaz TTF [EUR/MWh]	22,9	22,9	0%	19,3	15,4	-20%	19,2	18,0	-6%	19,5	20,0	3%
Koszt emisji [EUA/t]	15,9	15,9	0%	20,4	24,4	20%	20,0	25,0	25%	20,0	25,0	25%

Źródło: BDM S.A., spółki. *- z RA 28.02.2019

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 CO₂.

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 2013-2018 skumulowany CAPEX wyniósł 5,8 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. 2,5 mld PLN nakładów w okresie strategii (2019-2020), co łącznie da ok. 8,3 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. 1,2 mld PLN). Wskazujemy jednak, że inwestycje te mogą obciążyć cash flow dopiero po 2020 roku.

Wyraźny wzrost zadłużenia w relacji do EBITDA

Dług netto/EBITDA na koniec 1Q'19 sięgnął 2,8x, a spółka ma ambitny program inwestycyjny, w tym projekt „Polimery Police” o całkowitym budżecie 6,5 mld PLN. Szacujemy, że bez uwzględniania długu SPV „Polimery Police” zadłużenie netto/EBITDA utrzyma się powyżej 2,0x EBITDA. W przypadku konsolidacji pełnego zadłużenia wskaźnik dług netto/EBITDA zapewne wyraźnie przekroczy 4,0x EBITDA w 2021-2022 roku.

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).

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 przerostu zatrudnienia

Średnie zatrudnienie w spółce w 2018 roku wynosiło ok. 15,5 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 3,2 (2018 rok) do 3,4 (2020 rok) mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 25 EUR/t (poprzednio 20 EUR/t), co będzie generować koszty rzędu 330-380 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 25 EUR/t będzie generować koszty rzędu 550 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) 70-80% i spółka ma 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 (koniec inwestycji która zwiększy capacity o 50 tys. ton do 60 tys. ton to 4Q'19);

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 (spółka zatrzymała II linię w 4Q'18 z uwagi na trudne warunki rynkowe). Wykorzystanie zdolności produkcyjnych na bieli tytanowej nie 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 2009-2018).

W przypadku mocnego w 2017-2018 rynku tworzyw, bieli tytanowej i melaminy oczekujemy spadków cen i powrotu marż do historycznych poziomów 2009-2018.

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (średnio 15,4 EUR/MWh w '19, 18 EUR/MWh w '20 i 20 EUR/MWh długoterminowo). Dostrzegamy ryzyko korekty w krótkim terminie (najstabszy surowiec energetyczny) i nadpodaż w długim, co powinno prowadzić do ograniczonych wzrostów cen.

Surowce petrochemiczne opieramy o notowania ropy naftowej Brent (aktualna krzywa terminowa), co oznacza utrzymanie w długim terminie poziomu 60 USD/bbl Brent.

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 2013-2018 skumulowany CAPEX wyniósł 5,8 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. 2,5 mld PLN nakładów w okresie strategii (2019-2020), co łącznie da ok. 8,3 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. 1,2 mld PLN). Wskazujemy jednak, że inwestycje te mogą obciążyć cash flow dopiero po 2020 roku.

Inwestycję w Polimery Police uwzględniamy w osobnym DCF. Do końca 2018 roku spółka wydała na projekt ok. 300 mln PLN z całkowitego budżetu ok. 6,5 mld PLN (koniec 4Q'22).

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 (realizacja 1,07 mld PLN).

Plan CAPEX na 2019 rok to ok. 1,3 mld PLN z czego ok. 600 mln PLN w Puławach. Plan ten nie uwzględnia nakładów kapitałowych na Polimery Police (emisja akcji w Policach w '19 +730 mln PLN, docelowe zaangażowanie max 1,4 mld PLN).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2015	2016	2017	2018	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			6	46	22						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	119	109	105	108	110	112	804
Wymiana turbozespołu TG2	ZAP	74		11	45	13							70
EC 100 MWe/300 MWt**	ZAP	1 200				2	120	180	420	478			1 200
Kwas azotowy	ZAP	695		1	74	79	180	100	100		50	12	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385	9	43	85	155	70	23					385
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	ZAP	35			1	29	5						35
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	ZAP	24			0	11	13						24
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	ZAP	7			4								4
Modernizacja kotła parowego OP215 w celu redukcji NOx	ZAP	93			1	4	30	58					93
Modernizacja sieci wody obiegowej w zakładzie amoniaku	ZAP	24			8	6	5	5					24
Modernizacja mycia potasowego dla II i III ciągu instalacji Przygotowania Gazu	ZAP	25			0	2	5	5	13				25
Inwestycje GZNF (łącznie)	ZAP	23			9	9							18
Pozostałe ZAP	ZAP			212	186	178	180	175	183	170	170	170	1 623
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			0	31	55	94					180
Zgazowanie węgla (+Tauron)**	ZAK	2 100						315	945	840			2 100
Pozostałe ZAK	ZAK		127	76	47	65	118	125	125	125	125	125	1 060
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	252	25	41	41	35							142
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	157	61	83	7								151
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego DA-HF	PCE	83	3	25	25	20	11						83
Zakup AFRIG (III transe)	PCE	103	71										71
Poszukiwanie fosforytów	PCE		24	23									47
Rozwój logistyki II etap	PCE	30	8	17	4								30
Modernizacja turbozespołu TUP-12	PCE	15		1	10	5							15
Wymiana suszarni nawozów	PCE	12			1	11							12
Wykonanie i wymiana wymienników ciepła na instalacji amoniaku	PCE	16					3						3
Wymiana wieży WA II Ciąg 7	PCE	14					14						14
Budowa instalacji PULNOx	PCE	6					2						6
PDH+polipropylen*	PCE	6 550	33	77	101	94	327	1 310	1 965	2 643			6 550
Pozostałe PCE	PCE		118	78	147	141	122	124	124	124	124	123	1 225
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		14 044	862	1 212	1 114	1 091	1 645	2 791	4 185	4 603	594	558	18 655
RAZEM (bez PDH, EC90, zgazowania)*		4 194	829	1 135	1 013	995	1 198	986	855	642	594	558	8 805
+ WNIP			876,8	1 119,1	991,0	1 025,3	1 232,1	1 021,7	902,4	700,7	664,0	639,7	9 173
faktyczny			1 061,8	1 241,7	1 069,1	1 097,2	1 380,9	1 071,6	909,6	910,4	915,9	925,9	10 584

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

Polimery Police

Inwestycję w Polimery Police uwzględniamy w osobnym DCF. Do końca 2018 roku spółka wydała na projekt ok. 300 mln PLN z całkowitego budżetu ok. 6,5 mld PLN (koniec 4Q'22).

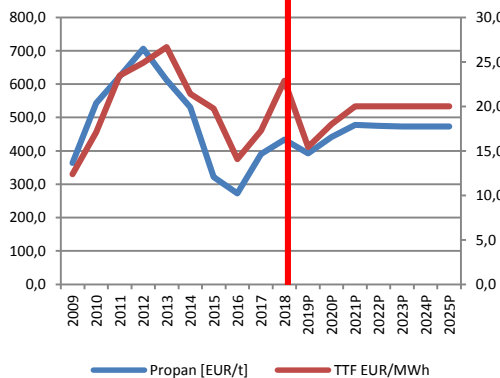
W 2019 roku bazowy scenariusz inwestycji kapitałowej w SPV PDH Polska zakłada udział w emisji z prawem poboru zależnych Polic (66% z 1,1 mld PLN). Do całkowitego limitu zaangażowania 1,4 mld PLN (zarząd 25.03.19) będzie brakowało wówczas ok. 300 mln PLN.

Spółka PDH Polska ma podpisane 2 listy intencyjne o wartości ok. 1,06 mld PLN, co teoretycznie domyka strukturę finansowania (docelowo Police 47%, Grupa Azoty 16%). Zarząd na konferencji po 1Q'19 informował o kolejnych, potencjalnych partnerach projektu.

Obecne warunki do realizacji przedsięwzięcia są bardzo dobre (niskie ceny gazu i zależnego propanu, wysokie notowania propylenu/polipropylenu opartych o ropę naftową). W swoich prognozach konserwatywnie zakładamy pogorszenie spreadów przez wzrost obecnie niskich cen gazu do poziomów historycznych średnich.

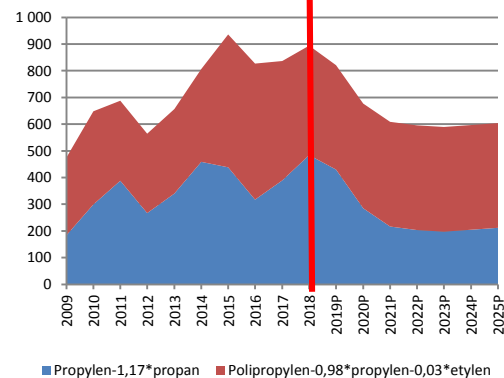
Na bazie swoich prognoz i szacunków spółki (konferencja 25.03.19) szacujemy, że przychody sięgną 2,3 mld PLN a EBITDA blisko 600 mln PLN (>30% marży EBITDA). Koszt kapitału (WACC) przyjmujemy na 9%. Wartość projektu (NPV) to -95 mln PLN, co ma marginalny wpływ na wycenę końcową. Na obniżenie wyceny (poprzednio 374 mln PLN) wpływ miał gł. wzrost budżetu inwestycji o ok. 20%.

Propan [EUR/t, LS] vs gaz TTF [EUR/MWh, PS]



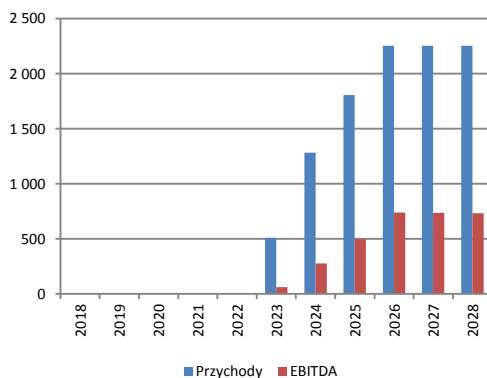
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread polipropylen i propylen [EUR/t]



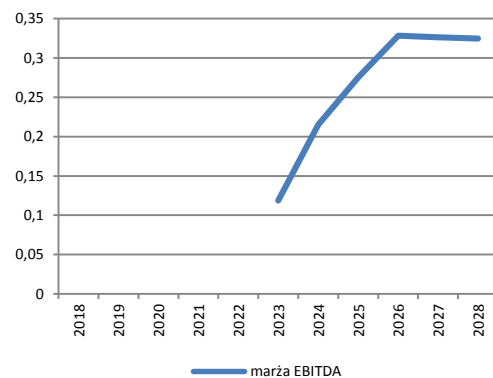
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozowane wyniki PDH Polska [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Prognozowana marża EBITDA PDH Polska [%]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

▪ ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 25 EUR/EUA (poprzednio 20 EUR/t), co będzie generować koszty rządu 330-370 mln PLN ('19-'20).

Po 2020 roku w ETSIV zakładamy, że spółka dostanie ok. 30% bezpłatnych praw emisyjnych (bez zmian), co przy cenie 25 EUR/t wygeneruje koszty rządu 550 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 1,3 mld PLN (2020 rok). Na ten moment nie uwzględniamy pozytywnych skutków tego projektu.

▪ Dywidenda

W związku z przejęciem Compo Expert (wysokie zadłużenie) i ambitnym programem inwestycyjnym przyjmujemy, że spółka nie wypłaci dywidendy w 2019-2021 roku. Powrotu do polityki dywidendowej spodziewamy się dopiero od 2022 roku.

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% (bez zmian).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 17 czerwca 2019.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,2 mld PLN (w tym -0,04 mld PLN projekt Polimery Police). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 32,1 PLN (w tym Polimery Police -0,4 PLN).

Model DCF

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 999,0	11 400,7	11 788,6	11 871,1	11 811,8	11 699,4	11 730,7	11 760,4	11 784,1	11 784,1	11 784,1
EBIT [mln PLN]	87,8	697,1	750,0	572,9	600,3	595,8	645,4	647,8	649,7	642,7	635,6
Stopa podatkowa	81%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	71,1	132,9	142,5	108,9	114,0	113,2	122,6	123,1	123,4	122,1	120,8
NOPLAT [mln PLN]	16,6	564,2	607,5	464,1	486,2	482,6	522,8	524,7	526,2	520,6	514,8
Amortyzacja [mln PLN]	683,5	929,7	946,4	948,0	952,1	956,0	960,3	965,4	970,9	976,8	983,0
CAPEX [mln PLN]	-1 097,2	-1 380,9	-1 071,6	-909,6	-910,4	-915,9	-925,9	-935,6	-944,9	-953,0	-960,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-31,1	34,5	-21,1	-3,5	5,0	8,4	-2,0	-1,9	-1,5	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-428,2	147,5	461,2	499,0	532,9	531,1	555,2	552,7	550,8	544,4	536,9
DFCF [mln PLN]		141,6	409,5	409,5	403,8	371,2	357,5	327,5	300,1	272,5	246,5
Suma DFCF [mln PLN]		3 239,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]		5 965,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 739,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 978,8									
Dług netto* [mln PLN]		2 343,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]		403,4									
Wartość kapitału [mln PLN]		3 232,4									
Ilość akcji [mln szt.]		99,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		32,6									

Przychody zmiana r/r	14,0%	3,4%	0,7%	-0,5%	-1,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	694,3%	7,6%	-23,6%	4,8%	-0,7%	8,3%	0,4%	0,3%	-1,1%	-1,1%
FCF zmiana r/r	-	212,6%	8,2%	6,8%	-0,3%	4,5%	-0,5%	-0,3%	-1,2%	-1,4%
Marża EBITDA	14,3%	14,4%	12,8%	13,1%	13,3%	13,7%	13,7%	13,8%	13,7%	13,7%
Marża EBIT	6,1%	6,4%	4,8%	5,1%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Marża NOPLAT	4,9%	5,2%	3,9%	4,1%	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%
CAPEX / Przychody	12,1%	9,1%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%
CAPEX / Amortyzacja	148,5%	113,2%	96,0%	95,6%	95,8%	96,4%	96,9%	97,3%	97,6%	97,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,5%	5,4%	4,2%	8,4%	7,5%	6,4%	6,4%	6,4%	-	-

Źródło: BDM S.A. *- dług netto z końca 2018 powiększony o zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF 16 (420,5 mln PLN) i pomniejszony o dotychczasowe wydatki na Polimery Police (304 mln PLN- osobna wycena). **- bez uwzględniania projektu Polimery Police (osobna wycena -0,4 PLN/akcję).

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	76,5%	79,4%	82,0%	84,5%	87,3%	90,3%	92,5%	94,7%	96,8%	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	23,5%	20,6%	18,0%	15,5%	12,7%	9,7%	7,5%	5,3%	3,2%	0,0%
WACC	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	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	32,8	35,8	39,5	44,2	50,4	58,8	71,0	90,1	124,4
	0,8	30,0	32,6	35,8	39,9	45,1	52,0	61,6	76,2	100,4
	0,9	27,4	29,7	32,5	36,0	40,4	46,2	54,0	65,3	83,2
	1,0	25,1	27,1	29,6	32,6	36,3	41,2	47,6	56,7	70,2
	1,1	22,9	24,7	26,9	29,5	32,8	36,9	42,2	49,5	60,1
	1,2	20,9	22,5	24,4	26,7	29,5	33,1	37,6	43,6	52,0
	1,3	19,1	20,5	22,2	24,2	26,7	29,7	33,5	38,6	45,4

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%	35,9	39,3	43,7	49,2	56,6	67,0	82,6	108,5	160,4
	4,0%	30,0	32,6	35,8	39,9	45,1	52,0	61,6	76,2	100,4
	5,0%	25,1	27,1	29,6	32,6	36,3	41,2	47,6	56,7	70,2
	6,0%	20,9	22,5	24,4	26,7	29,5	33,1	37,6	43,6	52,0
	7,0%	17,3	18,6	20,2	21,9	24,1	26,7	30,0	34,2	39,8
	8,0%	14,3	15,3	16,5	17,9	19,6	21,6	24,1	27,1	31,1
	9,0%	11,6	12,4	13,4	14,5	15,9	17,4	19,3	21,6	24,5

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%	60,2	56,2	52,6	49,2	46,1	43,3	40,7	38,3	36,0
	4,0%	51,4	47,1	43,3	39,9	36,8	33,9	31,3	28,9	26,7
	5,0%	44,2	39,9	36,0	32,6	29,5	26,7	24,2	21,9	19,9
	6,0%	38,3	33,9	30,1	26,7	23,8	21,1	18,7	16,5	14,5
	7,0%	33,2	28,9	25,2	21,9	19,1	16,5	14,2	12,2	10,3
	8,0%	28,9	24,7	21,1	17,9	15,2	12,7	10,5	8,6	6,8
	9,0%	25,2	21,1	17,6	14,5	11,9	9,5	7,5	5,6	3,9

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 17 czerwca 2019 roku.

Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,8 mld PLN, co odpowiada 58,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 41,1 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z wyraźnym dyskontem względem EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
YARA	16,0	12,0	11,2	7,9	6,6	6,1	14,0	10,9	9,9
ACRON	9,1	8,6	8,4	6,7	6,4	5,9	8,7	8,4	7,6
PHOSAGRO	8,2	8,0	7,7	5,8	5,5	5,1	7,8	7,4	7,1
NUTRIEN*	17,9	15,8	15,2	8,4	7,8	7,4	14,0	12,7	11,8
MOSAIC	13,1	9,7	8,5	6,0	5,1	4,5	11,4	8,9	7,3
CF INDUSTRIES	22,0	16,5	15,2	8,4	7,1	6,5	16,4	13,2	11,8
POLICE	9,6	7,8	9,5	5,0	4,2	4,5	9,6	7,5	8,9
PUŁAWY	6,8	8,1	13,3	2,9	3,2	4,1	5,1	6,3	10,7
ISRAEL CHEMICALS	13,3	12,2	11,8	7,4	7,0	6,7	11,9	11,1	10,4
MEDIANA	13,1	9,7	11,2	6,7	6,4	5,9	11,4	8,9	9,9
GRUPA AZOTY	9,5	8,4	11,1	4,2	3,7	3,9	9,5	8,3	10,1
GRUPA AZOTY (+kapitał SPV)	9,5	8,4	11,1	4,9	4,6	4,8	10,9	10,1	12,5
GRUPA AZOTY (+cały dług SPV)	9,5	8,4	11,1	5,6	6,7	7,3	12,6	14,7	18,8
Premia/dyskonto do spółki	-27,8%	-13,7%	-0,9%	-36,7%	-41,4%	-34,1%	-16,7%	-7,4%	1,6%
Wycena wg wskaźnika	56,9	47,6	41,5	79,6	85,2	71,1	54,7	46,2	40,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		48,7			78,7			47,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	58,1								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 17.06.2019. *- Nutrien- spółka powstała z połączenia Potash Corp i Agrium

WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki za 1Q'19 okazały się zgodne z szacunkami z 25.04.2019, co oznacza wzrost oczyszczonej EBITDA o 51% r/r (+40% r/r LFL czyli bez Compo). Jednocześnie były to wyniki lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu na poziomie EBITDA o odpowiednio 29% i 23%.

W strukturze wyników oczywiście uwagę zwraca wysoki wynik w nawozach (412 mln PLN EBITDA vs 168 mln PLN przed rokiem) i całkiem dobry w tworzywach (54 mln PLN vs 60 mln PLN przed rokiem). EBITDA w Chemii wyniosła 102 mln PLN vs 127 mln PLN przed rokiem. Zwracamy uwagę na duży wzrost przychodów segmentu Nawozy, który po oczyszczeniu o sprzedaż Compo wyniósł aż 32% r/r LFL (+5% r/r w 4Q'18). Zgodnie z prezentacją wolumeny sprzedaży wzrosły o ok. 16% r/r. Reszta wyższy wynikała z cen nawozów, które były powyżej oczekiwań i benchmarków.

CFO w 1Q'19 wyniósł 181 mln PLN a CAPEX 245 mln PLN. Dług netto tym samym ukształtował się na poziomie 2,8 mld PLN (2,8x EBITDA adj. 12m). Wynika gł. z rozpoznania aktywa w postaci prawa użytkowania wieczystego (216 mln PLN)- MSSF16. Całkowity wpływ MSSF 16 na dług netto to 420,5 mln PLN. Zmiana standardu rachunkowości nie miała większego wpływu na EBITDA.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P szac.	różnica	1Q'19P BDM*	różnica
Przychody	2 497,1	3 364,9	34,8%	3 365	0,0%	2 948,4	14,1%
Wynik brutto na sprzedaży	574,5	848,3	47,7%			794,9	6,7%
EBITDA	403,2	608,4	50,9%	607	0,2%	471,7	29,0%
EBITDA Adj.	403,2	608,4	50,9%			471,7	29,0%
EBIT	238,4	408,1	71,2%			285,7	42,8%
Zysk brutto	236,5	399,1	68,7%			270,4	47,6%
Zysk netto	188,0	322,9	71,8%	323	0,0%		
j. dom.	171,9	294,8	71,5%			200,4	47,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,0%	25,2%				27,0%	
Marża EBITDA	16,1%	18,1%		18,0%		16,0%	
Marża EBIT	9,5%	12,1%				9,7%	
Marża zysku netto	7,5%	9,6%		9,6%		0,0%	
P/E 12m		28,2					
EV/EBITDA adj. 12m		7,0					

Źródło: BDM, spółka

Konferencja z zarządem po wynikach 1Q'19 (23.05.2019)

Compo Expert	- w 1Q'19 45 mln PLN EBITDA (+7% r/r) przy 499 mln PLN przychodów w 1Q'19 (+7% r/r) - wynik mógł być wyższy ale ponoszono koszty integracji; - spółka ma problem „nadmiaru chętnych” w projekcie (CEO W. Wardacki); - spółka liczyła na 800-900 mln PLN udziału w projekcie, obecnie ma listy intencyjne na ok. 1 mld PLN (GRI Hyundai i Lotos), a kolejne 2 podmioty analizują zaangażowanie na ok. 700 mln PLN (razem 1,7 mld PLN); - nie ma żadnego zagrożenia dla finansowania projektu;
Polimery Police	- spółka ma wstępne oferty sprzedaży propanu na 160% zapotrzebowania, 9 podmiotów (zdywersyfikowani), nie ma problemów obecnie z surowcem; - problem z surowcem amerykańskim wynika z większych statków i konieczności pogłębienia portu w Policach; - Puławy nie będą w żaden sposób partycypować w inwestycji (CEO W. Wardacki);
Otoczenie rynkowe:	- spadki cen nawozów łagodniejsze w Polsce niż benchmarków; - spółka liczy, że dołek cenowy w 2Q'19 zostanie ukształtowany wyżej, konkurencja już podnosi ceny; - melamina: popyt stabilny ale duża dostępność produktu z Azji (konsekwencje wojny handlowej); - biel tytanowa: duży import z Chin; - alkohole OXO: stabilnie - plastyfikatory: więcej obaw, nowa podaż - tworzywa: spółka miała obawy w 4Q'18 ale ostatecznie osłabienie słabsze niż zakładano;
Otoczenie rynkowe (sprawozdanie zarządu)	Mocznik- ceny od stycznia do marca obniżone o ok. 14%, globalnie istotny spadek z Chin i Iranu, duże zapotrzebowanie Indii wyhamowało tendencję spadkową; Amoniak- globalna nadwyżka produktowa, w najbliższym czasie otwarcie kolejnej inwestycji 1 mln ton; DAP- słaby popyt w 1Q'19, może wzrosnąć w 2Q'19 NPK- słaby popyt w Europie, ale ceny nie uległy obniżkom; Fosforyty: w 3/4Q'18 osłabienie globalnego popytu na DAP/MAP, duża dynamika cen w 2018 roku zatrzymała produkcję DAP w Indiach zwiększając import; Sól potasowa: w 2Q'19 ceny powinny być stabilne a nadwyżka mocy produkcyjnych wchłonięta przez rynek Kapolaktam/poliamid: wzrost cen benzenu/fenolu tylko w marcu przełożył się na wzrost notowań kaprolaktamu. W przypadku poliamidu na niższe ceny wpływa słabszy popyt wśród przetwórców (automotive); OXO- dobry popyt na 2EH, dzięki plastyfikatorowi DOTP można spodziewać się wzrostu popytu na 2EH, planowana nowa instalacja DOTP w EU; Biel tytanowa- spadki cen przez wzrost importu z Chin do Europy a także niższy popyt. W 2Q'19 trendy te wygasły (lepszy popyt, brak importu) a ceny powinny być utrzymane; Melamina- spadki cen w 1Q'19 przez dużą nadpodaż (gł. z Azji), wojna handlowa USA-Chiny ogranicza produkcję chemikaliów w Chinach
CAPEX	- plan CAPEX 1,3 mld PLN podtrzymany (245 mln PLN po 1Q'19); - CAPEX w podziale na spółki? Puławy blisko 700 mln PLN; - w budowie Compoundy w Tarnowie (moce 50 tys. ton przy obecnych 10 tys. ton, koniec w 4Q'19); - Polce przygotowują inwestycje do Polimerów (zasilanie, odbiór 17 tys. ton wodoru, infrastruktura);

Źródło: BDM, spółka

Perspektywy na 2019 [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P
Przychody	2 687	2 182	2 196	2 552	2 497	2 380	2 325	2 797	3 365	2 658	2 466	2 912	9 617	9 999	11 401
Azoty Tarnów	479	377	408	417	476	430	436	483	558	503	457	479	1 682	1 826	1 997
ZAK	483	394	444	504	495	434	458	576	529	399	376	475	1 825	1 963	1 779
Police	699	650	531	718	615	630	552	624	727	720	607	754	2 600	2 421	2 808
Puławy	1 003	788	798	902	910	849	839	980	1 069	834	839	887	3 491	3 578	3 629
Compo								164	499	351	328	459		164	1 636
EBITDA adj.	461	277	255	268	403	132	44	191	608	320	252	374	1 261	771	1 555
Azoty Tarnów	80	59	61	45	86	22	17	34	108	-21	11	22	245	160	120
ZAK	81	20	61	52	76	16	-19	61	93	50	41	80	214	134	264
Police	84	88	45	50	68	25	6	23	90	59	42	64	267	122	255
Puławy	212	93	83	132	159	37	12	69	269	132	72	108	520	277	581
Compo								12	45	32	29	41		12	147
Marża EBITDA adj.	17,2%	12,7%	11,6%	10,5%	16,1%	5,6%	1,9%	6,8%	18,1%	12,1%	10,2%	12,8%	13,1%	7,7%	13,6%
Azoty Tarnów	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	7,1%	19,3%	-4,2%	2,5%	4,6%	14,6%	8,8%	6,0%
ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	10,3%	15,4%	3,7%	-4,1%	10,6%	17,6%	12,7%	11,0%	16,8%	11,7%	6,8%	14,9%
Police	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	1,1%	3,6%	12,3%	8,3%	6,9%	8,5%	10,3%	5,0%	9,1%
Puławy	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	1,4%	7,0%	25,1%	15,8%	8,6%	12,2%	14,9%	7,8%	16,0%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%		7,0%	9,0%
Zmiana EBITDA r/r adj.	-10,7%	37,4%	57,8%	75,1%	-12,6%	-52,1%	-82,7%	-28,6%	50,9%	141,8%	471,6%	95,4%	22,1%	-38,9%	101,6%
Azoty Tarnów					7,0%	-61,8%	-72,0%	-23,6%	25,5%		-34,1%	-35,8%	534,6%	-34,7%	-24,8%
ZAK	-22,1%	-60,0%	235,2%	20,9%	-6,2%	-20,0%		17,3%	22,4%	215,6%		30,6%	-0,6%	-37,4%	97,3%
Police	-20,9%	39,6%	2,5%	113,0%	-18,7%	-71,4%	-86,7%	-54,7%	31,3%	135,8%	608,5%	183,9%	12,8%	-54,3%	109,2%
Puławy	-6,5%	-21,8%	27,3%	41,9%	-25,1%	-59,7%	-85,5%	-47,7%	69,1%	251,9%	497,7%	57,0%	3,2%	-46,7%	109,4%
Compo												259,0%			1180,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Od 2Q'19 spółka wchodzi w okres niskiej bazy wynikowej. Okres 2-3Q'18 był bardzo nieudany szczególnie dla obszaru nawozowego, który przez brak podwyżek cen produktów i przy drogim gazie wygenerował ok. 150 mln PLN strat EBITDA.

Odwrócona sytuacja pod koniec 2018 roku spowodowała wypracowanie rekordowych wyników za 1Q'19 (608 mln PLN EBITDA, 563 mln PLN EBITDA LFL czyli bez konsolidacji Compo Expert). Spółka zrealizowała również bardzo wysokie ceny nawozów (+13,5% r/r), powyżej benchmarków (+7%).

W 1Q'19 średnie ceny gazu TTF spadły do 18,4 EUR/MWh czyli o 14% r/r. W 2Q'19 ten spadek przyspieszył (13,1 EUR/MWh, -38% r/r). Dotek cen powinien wypaść w 2/3Q'19.

Spadek cen nawozów w 2Q'19 (benchmarki) był relatywnie niski (-4% q/q przy typowym mixie sprzedaży, co daje +10% r/r). Zarząd na konferencji po 1Q'19 w maju wskazywał, że liczy na ukształtowanie „dołka cenowego” w 2Q'19 na poziomie wyższym niż zwykle, a spadki cen produktów były mniejsze niż benchmarków.

Mimo dobrej sytuacji na rynku nawozowym wskazujemy również na słabsze wyniki w tworzywach na co wpływ będą miały przede wszystkim droższe surowce (benzen i fenol), a także w chemii (słabsze ceny melaminy i bieli tytanowej, duży wzrost propylenu uderzający w rentowność OXO). W 1Q'19 spółka straciła na pozostałych biznesach ok. 40 mln PLN EBITDA r/r. W 2Q'19 przyjmujemy że będzie podobnie. Wzrostów spodziewamy się od 2H'19 (niska baza, tańsze surowce). Poprawa w nawozach (+32 mln PLN z konsolidacji Compo) powinna jednak zdecydowanie „przykryć” spadek marż w Tworzywach/Chemii.

POLIMERY POLICE

Historia projektu

W marcu 2015 roku spółka ogłosiła budowę instalacji propylenu w technologii PDH. Surowcem miał być propan, którego ceny są obecnie bardzo niskie w związku z cenami gazu, a produktem propylen. Łącznie spółka miała produkować 400 tys. ton propylenu, z czego ok. 150 tys. dla zakładu w Kędzierzynie (do produkcji OXO). Łączny koszt inwestycji był oceniany na 1,65 mld PLN w formule realizacji „project finance”. Instalacja miała rozpocząć pracę w 2019 roku.

W październiku 2016 roku spółka zweryfikowała wartość projektu na ok. 700 mln USD (ok. 2,7 mld PLN). Wzrost nakładów inwestycyjnych wynikał ze wzrostu tzw. core CAPEX (ok. 530 mln USD, ok. 2 mld PLN) i decyzji o budowie portu i nadbrzeża. Struktura finansowania zakładała 30% finansowania podporządkowanego (kapitał własny i pożyczka podporządkowana) oraz 70% długu uprzywilejowanego. Finansowanie miało zostać dopięte do końca 1Q'17. Podtrzymany został termin uruchomienia na 2019-2020 rok.

W sprawozdaniu rocznym za 2016 rok spółka informowała, że analizuje wariant inwestycji PDH rozszerzonej o produkcję polipropylenu (końcowy produkt przetwórstwa propylenu, ok. 60% zużycia propylenu na świecie), co obniży ryzyko inwestycji. Instalacja PDH miałaby rozpocząć funkcjonowanie na początku 2021 roku.

W czerwcu 2017 roku spółka zdecydowała o rozszerzeniu projektu PDH o produkcję polipropylenu w wysokości 400 tys. ton (możliwość przerobu całego propylenu na polipropylen). Ostateczne decyzje miały zapaść w 4Q'17. Komunikat nie zawierał więcej szczegółów. Na bazie porównywalnych instalacji szacowaliśmy, że koszt projektu wzrośnie o ok. 280 mln USD czyli o kolejny 1 mld PLN (łącznie ok. 3,7 mld PLN).

W październiku 2017 roku spółka opublikowała RB ws. decyzji o rozszerzeniu projektu produkcji propylenu metodą PDH w Policach o wariant polipropylenowy. Przewidywana wartość projektu (budżet) została ustalona na 1,27 mld EUR (ok. 5,3 mld PLN) w tym sam core CAPEX 984 mln EUR i 263 mln EUR kosztów finansowania.

W dniu 19 marca 2019 roku PDH Polska podjęła uchwałę w sprawie zatwierdzenia zakwalifikowania oferenta – Hyundai Engineering jako wstępnie wybranego oferenta w ramach przetargu na zawarcie umowy o kompleksową realizację projektu "Polimery Police". W postępowaniu złożone zostały 3 oferty (Hyundai Engineering, Technip Italy, Tecnimont.). Spółka podała, że wynagrodzenie GRI nie przekroczy 1 mld EUR, a całkowity budżet (+koszty finansowania w okresie budowy i rezerwy) 1,52 mld PLN. Dodatkowo inwestycja ma wymagać do 176 mln EUR finansowania obrotowego w fazie eksploatacji.

Dn. 18.04.2019 Zarząd PDH Polska zatwierdził ostateczny wybór koncernu Hyundai Engineering jako generalnego wykonawcy projektu Polimery Police. Pierwsze prace budowlane mają się rozpocząć w 1Q'20 a zakończyć w 4Q'22.

Dn. 11 maja 2019 roku PDH Polska oraz Hyundai Engineering zawarły umowę o kompleksową realizację projektu "Polimery Police" według formuły "pod klucz" za cenę ryczałtową 992,811 mln EUR w zakresie podstawowym (+35,9 mln EUR w zakresie opcjonalnym). Kary umowne w przypadku opóźnień czy nieosiągnięcia zakładanych parametrów do 10% wartości kontraktu (max 30%). Data rozpoczęcia realizacji zobowiązań została wyznaczona na dzień 1 sierpnia 2019 roku i potrwa 40 miesięcy (do 3 grudnia 2022 roku). Całkowity szacowany budżet projektu wynosi ok. 1,5 mld EUR, z czego ok. 1,2 mld EUR stanowią będą nakłady inwestycyjne wykonawcy, zakup licencji, prace przygotowawcze czy skapitalizowane koszty wynagrodzeń. Na pozostałą kwotę składać się będą nieskapitalizowane koszty funkcjonowania PDH, koszty finansowe w okresie budowy oraz zakładane rezerwy na obsługę zadłużenia oraz na przekroczenie kosztów realizacji projektu, wynikające ze specyfiki finansowania SPV.

Aktualizacja projektu propylenowego w Policach 2015-2019

	MARZEC'15	PAŹDZIERNIK'16	CZERWIEC'17	PAŹDZIERNIK'17	MARZEC'19	zmiana
Instalacja	PDH	PDH+port/nadbrzeże	PDH+PP+port/nadbrzeże	PDH+PP+port/nadbrzeże+ zbiorniki	PDH+PP+port/nadbrzeże+ zbiorniki	
CAPEX mln USD	432,5	700	980*	1 181	1 269	7,4%
mln PLN	1650	2700	3675*	4 345	4 794	10,3%
mln EUR	394	754	871	1 009	1 118	10,8%
Budżet mln EUR (CAPEX+koszty fin.)				1 272	1 520	19,5%
mln PLN				5 385	6 518	21,1%
Zdolności tys. ton	400 P	400 P	400P+400 PP	400P+400PP	429P+437 PP	
Rok uruchomienia	2019	2019/2020	2021	2022/2023	2022/2023	
Finansowanie	SPV 20/80	SPV 30/70	SPV 30/70*	SPV 50/50	SPV 42/58	
Wymagany kapitał własny [mln PLN]	330	810	1 103	2 172	2 751	
Dług [mln PLN]	1 320	1 890	2 573	2 172	3 799	

Źródło: BDM, spółka. *- czerwona czcionką CAPEX/budżet podany przez spółkę.

Konferencja z zarządem nt. Polimery Police (25.03.2019)

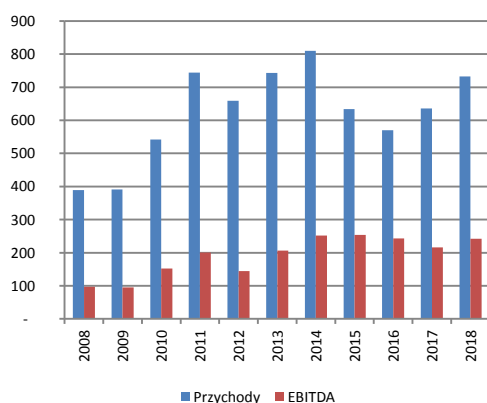
Dn. 25.03.2019 odbyła się konferencja poświęcona omówieniu projektu Polimery police po aktualizacji budżetu. W spotkaniu udział wzięli członkowie zarządów Grupy Azoty, Polic i PDH Polska.

Finansowanie:

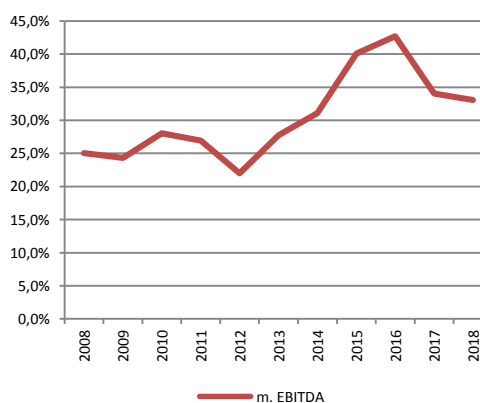
- dotychczas na projekt wydano 70 mln EUR (ok. 300 mln PLN);
- łączne zaangażowanie spółek z Grupy Azoty nie może przekroczyć 1,4 mln PLN;
- dodatkowo Grupa Azoty może pożyczyć do 450 mln PLN w okresie budowy;
- udział kapitału własnego w spółce celowej PDHP na poziomie 40-50% budżetu (1,52 mld EUR, 6,5 mld PLN);
- resztę wkładu własnego, poza spółkami z Grupy Azoty, zapewni udział partnera/partnerów;
- do domknięcia finansowania (partner) potrzeba ok. 1 mld PLN (ok. 200 mln EUR);
- może być to kilku partnerów krajowych czy zagranicznych (mniej niż 5-ciu);
- całkowity budżet projektu 1,52 mld PLN w tym tzw. core CAPEX 1,18 mld EUR+ rezerwy+ koszty finansowania w okresie budowy. Jeśli ryzyka się nie spełnią koszt projektu będzie mniejszy;

Technologia:

- najlepsza technologia jaką można kupić;
- koszty gotówkowe (cash costs) propanu w technologii PDH niższe niż z rafinerii, duża elastyczność;
- spółka będzie produkować 20-25 różnych rodzajów propylenu w tym Kopolimery;
- w technologii PDH powstaje wodór (17 tys. ton), który pozwoli zmniejszyć zużycie gazu w instalacjach amoniaku gazu przyczyniając się do redukcji emisji CO₂ w wysokości ok. 100 tys. ton rocznie;
- porównywalna instalacja PDH (giełdowa) saudyjskiej spółki Advanced Petrochemical Co. (instalacja PDH z polipropylenem 450 tys. ton wybudowana 10 lat temu kosztem 750 mln USD, 6 prostych gradów PP). W '18 spółka miała 732 mln USD przychodów i 242 mln USD EBITDA (marża 33%);
- szacowane przychody PDH Polska to 660 mln USD a marża po kosztach zmiennych 340 mln USD;
- spółka zatrudni 350 osób;
- IRR projektu wyższe niż koszt kapitału;
- zdolności produkcyjne 437 tys. PP rocznie podane przy 8000 godz. Co 3 lata instalacje będzie przechodzić remont trwający ok. 2 miesiące;
- nie ma porównywalnych projektów PDH w Europie, 2 są na etapie budowy (Borealis w tej samej technologii OLEFLEX UOP i Ineos- CATOFIN Lummus);

Advanced Petrochemical [mln USD]

Źródło: BDM, Bloomberg

Advanced Petrochemical- marża EBITDA [%]

Źródło: BDM, Bloomberg

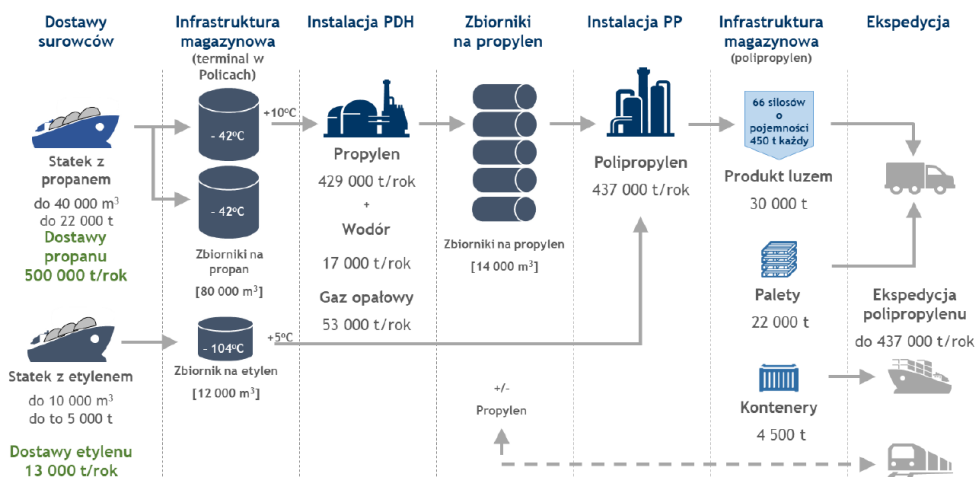
Opis projektu/technologii

Przedmiotem umowy EPC jest kompleksowa realizacja Projektu Polimery Police, tj. nowego kompleksu petrochemicznego w Policach składającego się z pięciu podprojektów:

- instalacji odwodornienia propanu (PDH),
- instalacji wytwarzania polipropylenu,
- systemu konfekcjonowania, magazynowania, logistyki i spedycji polipropylenu,
- instalacji pomocniczych wraz z połączeniami międzyobiektowymi,
- terminalu przeładunkowo-magazynowego obejmującego urządzenia portowe do rozładunku i magazynowania propanu i etylenu ze statków morskich. Docelowa planowana wydajność Instalacji PDH ma wynosić 400 tys. ton/8000 h propylenu o czystości 99,6 % obj., a Instalacji PP – 400 tys. ton/8000 h polipropylenu różnego typu.

W prezentacji inwestorskiej i RB spółka komunikowała maksymalną zdolność instalacji na 437/429 tys. ton polipropylenu/propylenu przy 8000 godz. Pracy w roku. Instalacja będzie potrzebowała w takich warunkach ok. 500 tys. propanu i 13 tys. etylenu (do produkcji PP).

Schemat Polimery Police



Źródło: spółka

Surowce i produkty Polimery Police

schemat marzec 2019				Przeliczniki	
surowce	propan	500	tys. ton	1,17	propan/propylen
	etylen	13	tys. ton	0,03	etylen/polipropylen
półprodukty	propylen	429	tys. ton		
	wodór	17	tys. ton		
produkty	polipropylen(20-25 gradów)	437	tys. ton	0,98	propylen/polipropylen
	wodór	17	tys. ton	0,04	wodór/propylen

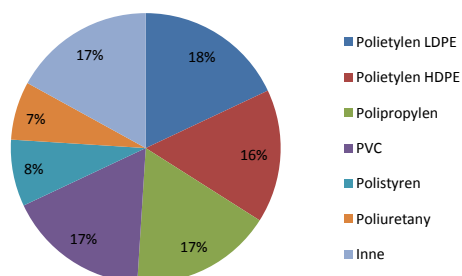
Źródło: spółka

Rynek

Obecnie ponad 70% propylenu wytwarza się w Europie technologią krakingu parowego. Z rafinerii (FCC) pochodzi mniej niż 30% podaży produktu. Zaledwie 3,6% propylenu wytwarza się w technologii PDH (z propanu). Rewolucja łąpkowa w USA zdecydowanie zwiększyła dostępność tego surowca obniżając tym samym ceny i zwiększając konkurencyjność technologii. W Polsce największym i jedynym producentem propylenu (FCC) jest Basell Orlen Polyolefins w Płocku (ok. 480 tys. propylenu głównie do produkcji własnego polipropylenu)

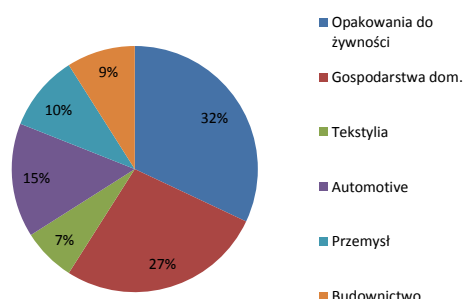
Polipropylen (PP) jest główną pochodną propylenu, stanowiącą ponad 60% konsumpcji tego surowca w Europie Środkowej. Polipropylen jest jednym z dwóch, obok polietylenu, najczęściej stosowanych tworzyw sztucznych. Polipropylen ma bardzo szerokie zastosowanie w branży gł. w branży opakowaniowej, budownictwie czy automotive. Szacuje się, że popyt rośnie w tempie ok. 5% rocznie. W Europie brak planów wzrostu mocy PP. Największym i jedynym producentem PP w Polsce jest Basell Orlen Polyolefins (ok. 500 tys. ton PP). W 2017 roku Polska zaimportowała 435 tys. ton polipropylenu.

Globalny rynek tworzyw sztucznych [%]



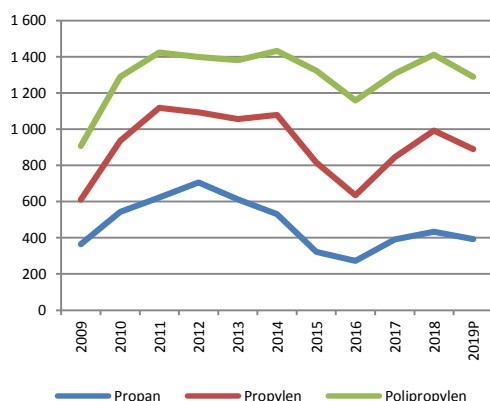
Źródło: BDM, spółka

Globalne zastosowanie polipropylenu [%]



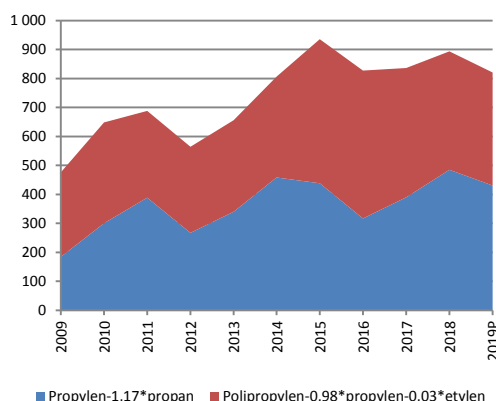
Źródło: BDM, spółka

Notowania propanu, propylenu i polipropylenu [EUR/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, spółka

Spread polipropylen i propylen [EUR/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, spółka

Finansowanie/zadłużenie

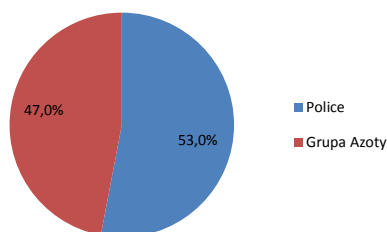
Projekt będzie realizowany poprzez SPV PDH Polska, w której obecnie Police posiadają 53% a Grupa Azoty (bezpośrednio) 47% udziałów. Dotychczas zaangażowano ok. 470 mln PLN w formie emisji akcji PDH Polska (304 mln PLN na koniec 2018 roku).

Spółka na konferencji nt. Polimery Police (25.03.2019) podała, iż udział kapitału własnego SPV wyniesie ok. 42%, a udział zadłużenia bankowego 58%. Wymagać to będzie zaangażowania ok. 2,8 mld PLN kapitału własnego, z czego zaangażowanie spółek z Grupy Azoty nie przekroczy 1,4 mld PLN. W 2019 roku Grupa Azoty ma objąć 66% akcji (726 mln PLN) w nowej emisji Polic z prawem poboru.

Zaangażowanie partnerów wymaga ok. 1,0 mld PLN kapitału. Dotychczas spółka informowała o 2 listach intencyjnych: 10.05.2019 z Generalnym Wykonawcą (Hyundai 80 mln USD) i KIND (50 mln USD), a 26.04.2019 z Lotos (0,5 mld PLN).

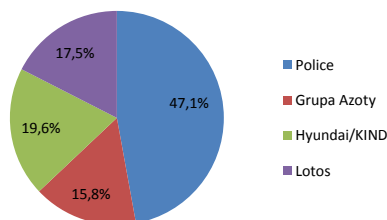
Na konferencji po wynikach 1Q'19 (23.05.2019) prezes W. Wardacki informował, że spółka „rozmawia z dwoma partnerami” ws. zaangażowania w projekt.

Udziałowcy PDH Polska 2019



Źródło: BDM, spółka

Udziałowcy PDH Polska- 2020P (docelowa struktura)



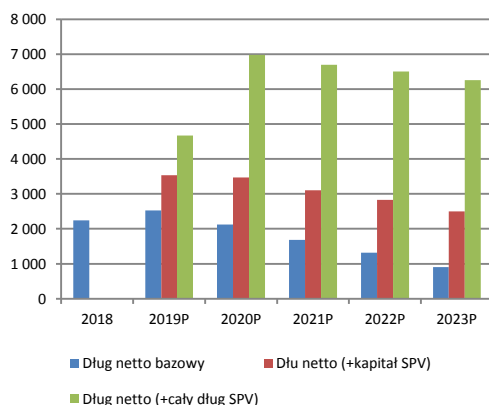
Źródło: BDM, spółka, szac. własne

W scenariuszu inwestycji kapitałowych w Polimery Police (max 1,1 mld PLN) dług netto grupy przekroczy 3 mld PLN i będzie utrzymywał się powyżej 2,0x EBITDA w 2019-2021P (obecnie 2,8x po słabych wynikach za 2018 rok).

W przypadku konsolidacji całego długu (CAPEX) SPV Polimery Police zadłużenie netto sięgnie 6-7 mld PLN i będzie stanowić >4,0x w latach 2020-2021.

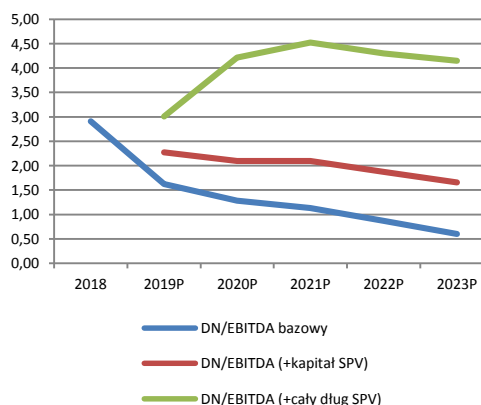
Przy okazji refinansowania w czerwcu'18 spółka wskazywała, że główny kowenant z bankami długu netto/EBITDA został ustalony na 3,0x (3,5x w 2020-2021) i nie uwzględnia konsolidacji zadłużenia SPV. Tym samym spółka powinna wywiązać się z warunków kredytowych.

Dług netto- warianty [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

Dług netto/EBITDA- warianty [x]



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

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'18	1Q'19	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	489,5	462,8	515,6	528,0
Pszenica [USD/t]	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	190,2	187,8	179,9	170,1	189,5	194,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	76,0	68,1	63,9	67,6	60,7	59,4
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	24,6	18,4	13,1	11,9	18,4
[USD/MMBTU]	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	8,2	6,1	4,3	4,0	6,2
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	289,3	280,0	270,0	290,0
Saletrzak [EUR/t]	209,2	169,9	165,0	195,8	191,7	171,4	203,5	221,3	206,5	178,4	180,5	193,9
Siarczan amonu [USD/t]	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	132,9	142,0	139,2	121,3	116,9	115,6
Mocznik [USD/t]	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	259,2	290,8	243,9	246,1	250,0	260,0
RSM [USD/t]	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	147,7	191,2	161,0	125,2	126,0	133,2
NPK [USD/t]	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	270,0	275,0	271,7	271,5	280,0	300,0
DAP [USD/t]	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	424,2	418,8	386,0	358,8	380,0	410,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 080,4	2 147,5	2 132,8	2 154,8	2 086,8	1 941,7	1 940,0	1 950,0	1 950,0
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	2 006,7	1 985,0	1 985,0	1 985,0
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	1 465,8	1 538,3	1 358,6	1 322,7
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	1 107,0	1 031,3	910,8	886,8
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	1 583,3	1 533,3	1 533,3	1 533,3
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	2 695,0	2 656,3	2 650,0	2 650,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	104,2	105,5	105,5	108,6	117,1
Sól potasowa [USD/t]	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	249,7	281,3	281,7	280,3	280,0	300,0
Siarka* [USD/t]	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	137,0	137,0	137,0	127,8	126,1
Benzen [USD/t]	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	754,4	640,6	518,8	631,9	558,1	543,4
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'18	1Q'19	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	2 732,4	3 136,7	2 634,9	2 465,9	2 880,8
Nawozy	1 368,7	1 084,9	1 077,5	1 397,5	1 174,5	1 145,3	1 136,9	1 685,7	2 071,9	1 583,8	1 532,4	1 895,9
wieloskładnikowe	447,7	402,0	347,0	466,9	336,6	401,0	374,0	496,7	485,0	511,5	479,2	513,2
saletrzone	581,1	334,6	419,1	572,8	487,8	413,9	449,8	648,6	581,8	386,3	437,5	593,9
mocznik	195,8	221,9	209,1	261,3	254,9	174,0	154,9	235,4	356,2	197,6	144,5	213,8
siarczan amonu	43,8	23,3	41,9	30,4	25,8	40,2	68,9	33,7	43,3	36,4	59,9	40,6
RSM	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	89,3	107,0	106,8	101,3	83,6	75,5
Compo								164,3	498,9	350,7	327,7	458,9
Tworzywa	425,2	366,1	371,8	404,7	507,3	527,8	442,5	345,5	396,8	413,7	342,6	320,9
Poliamidy	261,5	261,6	249,9	267,7	376,7	400,8	343,9	336,7	388,5	413,7	342,6	320,9
Kaprolaktam	163,7	104,5	121,9	137,0	130,6	127,1	98,6	8,9	8,2	0,0	0,0	0,0
Chemia	594,9	561,4	587,7	621,2	643,8	627,0	634,4	681,1	647,2	616,7	569,8	644,0
Alkohole	162,7	152,0	191,1	184,4	177,8	175,5	186,6	217,8	165,6	144,7	137,7	160,4
Plastyfikatory	76,6	61,9	60,0	65,6	73,5	60,5	49,0	78,6	82,2	69,6	49,7	77,1
Melamina	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	129,4	123,0	119,0	144,8	148,9	146,0
Mocznik techniczny	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	86,2	91,0	77,0	61,0	70,3	77,9
Pigmenty	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	99,6	70,1	101,5	102,5	87,0	92,6
Udział %												
Nawozy	56,7%	53,3%	52,5%	57,1%	49,7%	49,3%	50,9%	61,7%	66,1%	60,1%	62,1%	65,8%
wieloskładnikowe	18,6%	19,8%	16,9%	19,1%	14,2%	17,3%	16,7%	18,2%	15,5%	19,4%	19,4%	17,8%
saletrzone	24,1%	16,4%	20,4%	23,4%	20,6%	17,8%	20,1%	23,7%	18,5%	14,7%	17,7%	20,6%
mocznik	8,1%	10,9%	10,2%	10,7%	10,8%	7,5%	6,9%	8,6%	11,4%	7,5%	5,9%	7,4%
siarczan amonu	1,8%	1,1%	2,0%	1,2%	1,1%	1,7%	3,1%	1,2%	1,4%	1,4%	2,4%	1,4%
RSM	4,2%	5,1%	2,9%	2,7%	2,9%	5,0%	4,0%	3,9%	3,4%	3,8%	3,4%	2,6%
Compo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	15,9%	13,3%	13,3%	15,9%
Tworzywa	17,6%	18,0%	18,1%	16,5%	21,5%	22,7%	19,8%	12,6%	12,6%	15,7%	13,9%	11,1%
Poliamidy	10,8%	12,9%	12,2%	10,9%	15,9%	17,3%	15,4%	12,3%	12,4%	15,7%	13,9%	11,1%
Kaprolaktam	6,8%	5,1%	5,9%	5,6%	5,5%	5,5%	4,4%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	24,7%	27,6%	28,6%	25,4%	27,2%	27,0%	28,4%	24,9%	20,6%	23,4%	23,1%	22,4%
Alkohole	6,7%	7,5%	9,3%	7,5%	7,5%	7,6%	8,4%	8,0%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%
Plastyfikatory	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%	3,1%	2,6%	2,2%	2,9%	2,6%	2,6%	2,0%	2,7%
Melamina	4,9%	5,3%	5,7%	5,4%	5,6%	5,5%	5,8%	4,5%	3,8%	5,5%	6,0%	5,1%
Mocznik techniczny	2,9%	3,3%	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	3,9%	3,3%	2,5%	2,3%	2,8%	2,7%
Pigmenty	3,7%	4,8%	4,8%	4,1%	4,6%	4,7%	4,5%	2,6%	3,2%	3,9%	3,5%	3,2%
Przychody	2 411,9	2 034,3	2 053,6	2 448,1	2 364,7	2 320,8	2 234,9	2 732,4	3 136,7	2 634,9	2 465,9	2 880,8
GK ZAT	478,8	377,2	408,4	417,1	476,4	430,1	436,2	483,0	558,1	502,5	457,4	479,1
GK ZAK	483,0	394,0	444,0	504,0	495,0	434,0	458,0	576,0	529,0	398,8	376,2	474,6
GK Police	699,5	650,4	531,3	718,4	615,0	630,4	552,1	623,9	726,7	719,9	607,2	753,8
GK Puławy	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	838,6	979,9	1 068,7	834,3	839,0	887,0
Siarkopol	63,6	60,5	46,8	55,5	68,9	77,1	71,0	90,3	94,0	98,2	74,8	82,7
Compo								164,3	498,9	350,7	327,7	458,9
EBITDA	452,8	261,3	255,5	217,3	403,2	125,7	44,1	191,4	608,4	320,3	252,2	373,9
GK ZAT	80,4	58,8	60,7	45,1	86,0	22,4	17,0	34,5	108,0	-21,1	11,2	22,1
GK ZAK	81,0	20,0	61,0	49,0	75,0	16,0	-19,0	61,0	93,0	50,5	41,2	79,7
GK Police	84,0	92,9	44,8	8,8	68,3	25,2	5,9	22,6	89,7	59,5	42,0	64,0
GK Puławy	203,6	78,3	83,1	133,1	158,8	30,7	12,0	69,0	268,5	131,9	71,8	108,3
Siarkopol	-1,0	-4,5	-8,7	-23,9	1,4	6,4	8,3	19,5	19,8	21,6	10,0	12,1
Compo								11,5	44,9	31,6	29,5	41,3
Marża EBITDA	18,8%	12,8%	12,4%	8,9%	17,1%	5,4%	2,0%	7,0%	19,4%	12,2%	10,2%	13,0%
GK ZAT	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	3,9%	7,1%	19,3%	-4,2%	2,5%	4,6%
GK ZAK	16,8%	5,1%	13,7%	9,7%	15,2%	3,7%	-4,1%	10,6%	17,6%	12,7%	11,0%	16,8%
GK Police	12,0%	14,3%	8,4%	1,2%	11,1%	4,0%	1,1%	3,6%	12,3%	8,3%	6,9%	8,5%
GK Puławy	20,3%	9,9%	10,4%	14,8%	17,4%	3,6%	1,4%	7,0%	25,1%	15,8%	8,6%	12,2%
Siarkopol	-1,6%	-7,5%	-18,6%	-43,2%	2,1%	8,3%	11,7%	21,6%	21,1%	22,0%	13,4%	14,6%
Compo								7,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Produkcja NH3	638,2	568,9	517,9	610,8	598,4	561,4	483,2	537,4	618,3	580,1	534,3	603,8
Produkcja PA6 i POM	32,2	29,4	29,9	32,0	43,9	45,3	38,1	38,3	47,6	51,3	42,1	39,3
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	49,1	41,7	38,3	39,8	49,1
Produkcja plastyfikatorów	13,3	10,2	10,2	11,6	13,1	10,6	8,5	13,5	13,0	10,6	8,5	13,5

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	499,0	548,3	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9
Pszenica [USD/t]	160,1	182,0	183,3	201,4	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	71,5	62,9	58,7	58,1	58,2	58,9	59,5	59,9	59,9	59,9	59,9
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	17,2	22,9	15,4	18,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
[USD/MMBTU]	5,7	7,9	5,1	6,2	7,1	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	22,1											
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	263,3	281,5	279,0	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	189,8	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1
Siarczan amonu [USD/t]	125,0	132,5	123,3	127,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6
Mocznik [USD/t]	217,9	250,5	250,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
RSM [USD/t]	130,1	150,1	136,4	147,0	145,6	144,1	142,8	142,8	142,8	142,8	142,8	142,8
NPK [USD/t]	243,0	264,5	280,8	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	383,7	430,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 100,8	2 130,5	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4
Poliamid [EUR/t]	2 152,1	2 190,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4	1 990,4
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 371,9	1 345,5	1 421,4	1 280,5	1 238,9	1 214,6	1 200,7	1 212,9	1 222,8	1 222,8	1 222,8	1 222,8
2EH [EUR/t]	1 089,2	1 160,4	984,0	886,5	857,6	840,8	831,2	839,7	846,5	846,5	846,5	846,5
Melamina [EUR/t]	1 509,0	1 640,0	1 545,8	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	2 662,8	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	90,5	100,3	109,2	122,9	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6
Sól potasowa [USD/t]	230,3	255,8	285,5	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	132,0	126,1	125,3	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5
Benzen [USD/t]	762,0	718,3	563,1	507,3	490,8	481,2	475,6	480,5	484,4	484,4	484,4	484,4
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	319,0	339,0	345,8	352,7	359,8	367,0	374,3	381,8	389,4

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	9 626	11 398	12 174	12 264	12 211	12 104	12 136	12 165	12 189	12 189	12 189
Nawozy	4 929	5 142	7 084	7 597	7 723	7 695	7 606	7 630	7 654	7 677	7 677	7 677
wieloskładnikowe	1 664	1 608	1 989	2 195	2 242	2 215	2 191	2 215	2 238	2 262	2 262	2 262
saletrzone	1 908	2 000	1 999	2 174	2 227	2 282	2 282	2 282	2 282	2 282	2 282	2 282
mocznik	888	819	912	810	817	799	781	781	781	781	781	781
siarczan amonu	139	169	180	203	213	219	214	214	214	214	214	214
RSM	330	382	367	407	403	400	396	396	396	396	396	396
Compo		164	1 636	1 807	1 821	1 780	1 742	1 742	1 742	1 742	1 742	1 742
Tworzywa	1 568	1 934	1 954	2 196	2 196	2 196	2 196	2 196	2 196	2 196	2 196	2 196
Poliamidy	1 041	1 458	1 466	1 596	1 596	1 596	1 596	1 596	1 596	1 596	1 596	1 596
Kapolaktam	527	476	488	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Chemia	2 292	2 449	2 278	2 299	2 262	2 237	2 219	2 227	2 233	2 233	2 233	2 233
Alkohole	690	758	608	538	521	511	505	510	514	514	514	514
Plastyfikatory	264	262	278	257	249	244	241	244	246	246	246	246
Melamina	476	511	559	628	628	628	628	628	628	628	628	628
Mocznik techniczny	260	303	286	296	289	283	276	276	276	276	276	276
Pigmenty	386	388	384	414	414	414	414	414	414	414	414	414
Udział %	99,0%	99,0%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%
Nawozy	55,5%	53,4%	62,2%	62,4%	63,0%	63,0%	62,8%	62,9%	62,9%	63,0%	63,0%	63,0%
wieloskładnikowe	18,7%	16,7%	17,4%	18,0%	18,3%	18,1%	18,1%	18,2%	18,4%	18,6%	18,6%	18,6%
saletrzone	21,5%	20,8%	17,5%	17,9%	18,2%	18,7%	18,9%	18,8%	18,8%	18,7%	18,7%	18,7%
mocznik	10,0%	8,5%	8,0%	6,7%	6,7%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
siarczan amonu	1,6%	1,8%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
RSM	3,7%	4,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Compo		1,7%	14,4%	14,8%	14,9%	14,6%	14,4%	14,4%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Tworzywa	17,7%	20,1%	17,1%	18,0%	17,9%	18,0%	18,1%	18,1%	18,1%	18,0%	18,0%	18,0%
Poliamidy	11,7%	15,1%	12,9%	13,1%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Kapolaktam	5,9%	4,9%	4,3%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Chemia	25,8%	25,4%	20,0%	18,9%	18,4%	18,3%	18,3%	18,3%	18,4%	18,3%	18,3%	18,3%
Alkohole	7,8%	7,9%	5,3%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Plastyfikatory	3,0%	2,7%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Melamina	5,4%	5,3%	4,9%	5,2%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Mocznik techniczny	2,9%	3,1%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Pigmenty	4,3%	4,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Przychody	9 617	9 999	11 401	11 789	11 871	11 812	11 699	11 731	11 760	11 784	11 784	11 784
GK ZAT	1 682	1 826	1 997	2 178	2 187	2 195	2 193	2 193	2 193	2 193	2 193	2 193
GK ZAK	1 825	1 963	1 779	1 708	1 682	1 661	1 646	1 654	1 660	1 660	1 660	1 660
GK Police	2 600	2 421	2 808	3 149	3 253	3 208	3 166	3 185	3 204	3 222	3 222	3 222
GK Puławy	3 491	3 578	3 629	3 869	3 904	3 932	3 907	3 907	3 907	3 907	3 907	3 907
Siarkopol	226	307	350	330	321	314	307	307	307	307	307	307
Compo		164	1 636	1 807	1 821	1 780	1 742	1 742	1 742	1 742	1 742	1 742
EBITDA	1 187	764	1 555	1 657	1 481	1 511	1 508	1 559	1 562	1 565	1 558	1 551
GK ZAT	245	160	120	145	177	176	174	168	162	156	150	144
GK ZAK	211	133	264	287	222	218	214	216	216	215	214	212
GK Police	231	122	255	282	252	228	203	212	220	229	228	227
GK Puławy	498	271	581	539	434	497	534	579	578	578	579	580
Siarkopol	-38	36	63	41	33	30	26	27	28	29	30	31
Compo		12	147	163	164	160	157	157	157	157	157	157
Marża EBITDA	12,3%	7,6%	13,6%	14,1%	12,5%	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%
GK ZAT	14,6%	8,8%	6,0%	6,7%	8,1%	8,0%	7,9%	7,7%	7,4%	7,1%	6,8%	6,5%
GK ZAK	11,6%	6,8%	14,9%	16,8%	13,2%	13,1%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,9%	12,8%
GK Police	8,9%	5,0%	9,1%	9,0%	7,7%	7,1%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
GK Puławy	14,3%	7,6%	16,0%	13,9%	11,1%	12,6%	13,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Siarkopol	-16,9%	11,6%	18,2%	12,4%	10,2%	9,6%	8,3%	8,8%	9,1%	9,5%	9,8%	10,1%
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	2 418,2	2 236,9	2 336,5	2 421,5	2 429,9	2 447,7	2 447,7	2 447,7	2 447,7	2 447,7	2 447,7	2 447,7
wykorzystanie mocy	105%	97%	101%	105%	105%	106%	106%	106%	106%	106%	106%	106%
Produkcja PA6 i POM	123,5	165,6	180,3	202,0	212,0	222,0	232,0	232,0	232,0	232,0	232,0	232,0
wykorzystanie mocy	104%	106%	105%	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 plastifikatorów	45,3	45,7	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
wykorzystanie mocy	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	8 081	9 895	10 719	10 844	10 806	10 764	10 724	10 689	10 660	10 634	10 610	10 588
Wartości niematerialne i prawne	428	1 345	960	956	964	981	1 008	1 043	1 087	1 137	1 193	1 255
Rzeczowe aktywa trwałe	7 256	8 136	9 343	9 473	9 427	9 367	9 301	9 231	9 158	9 081	9 001	8 917
Aktywa obrotowe	3 658	4 265	3 726	3 848	3 937	3 896	3 868	3 864	3 972	4 067	4 159	4 102
Zapasy	1 192	1 766	1 464	1 510	1 520	1 511	1 497	1 500	1 504	1 507	1 507	1 507
Należności krótkoterminowe	1 113	1 621	1 363	1 405	1 413	1 406	1 392	1 395	1 399	1 402	1 402	1 402
Inwestycje krótkoterminowe	1 342	864	885	918	989	964	965	954	1 054	1 144	1 236	1 178
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 086	847	868	901	972	947	948	937	1 037	1 127	1 219	1 161
Aktywa razem	11 738	14 160	14 445	14 692	14 742	14 660	14 592	14 554	14 631	14 701	14 769	14 689
Kapitał (fundusz) własny	6 856	6 703	7 134	7 620	7 987	8 262	8 597	8 954	9 299	9 635	9 974	10 317
Kapitał (fundusz) podstawowy	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
Kapitał (fundusz) zapasowy	2 418	2 418	2 428	2 859	3 345	3 582	3 901	4 209	4 542	4 866	5 198	5 533
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	3 470	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774	3 774
Zysk (strata) netto okresu	457	10	431	485	368	406	421	470	482	494	501	509
Udziały mniejszości	588	625	687	741	784	824	858	897	938	983	1 027	1 070
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 295	6 832	6 624	6 330	5 970	5 574	5 138	4 703	4 394	4 083	3 768	3 302
Rezerwy na zobowiązania	667	926	926	926	926	926	926	926	926	926	926	926
Zobowiązania długoterminowe	1 700	2 676	2 641	2 356	2 051	1 736	1 391	1 030	765	500	235	148
-oprocentowane	102	561	899	819	749	679	609	529	479	429	379	0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 928	3 231	3 058	3 049	2 994	2 913	2 821	2 747	2 703	2 657	2 607	2 228
-oprocentowane	102	561	899	819	749	679	609	529	479	429	379	0
Pasywa razem	11 738	14 160	14 445	14 692	14 742	14 660	14 592	14 554	14 631	14 701	14 769	14 689
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	9 617	9 999	11 401	11 789	11 871	11 812	11 699	11 731	11 760	11 784	11 784	11 784
Koszty produktów, tow. i materiałów	7 458	8 406	8 679	8 920	8 976	8 874	8 754	8 711	8 713	8 710	8 692	8 673
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2 160	1 593	2 722	2 868	2 895	2 938	2 945	3 019	3 047	3 074	3 092	3 111
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 431	1 471	1 766	1 742	1 771	1 786	1 798	1 822	1 847	1 873	1 898	1 924
Zysk (strata) na sprzedaży	728	122	956	1 126	1 125	1 152	1 148	1 197	1 200	1 201	1 194	1 187
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-131	-41	-259	-376	-552	-552	-552	-552	-552	-552	-552	-552
EBITDA	1 187	764	1 555	1 657	1 481	1 511	1 508	1 559	1 562	1 565	1 558	1 551
EBIT	597	81	697	750	573	600	596	645	648	650	643	636
Saldo działalności finansowej	-37	-54	-100	-95	-78	-63	-46	-29	-13	2	18	35
Zysk (strata) brutto	576	40	609	667	507	549	561	628	647	664	672	682
Zyski (straty) mniejszości	32	-2	61	55	43	39	34	39	42	44	44	44
Zysk (strata) netto	457	10	431	485	368	406	421	470	482	494	501	509
CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 114	1 083	1 608	1 553	1 422	1 452	1 452	1 485	1 489	1 493	1 492	1 489
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-709	-1 761	-1 363	-1 033	-868	-870	-876	-886	-892	-899	-904	-914
Przepływy z działalności finansowej	54	433	-223	-487	-482	-607	-576	-610	-496	-504	-495	-633
Przepływy pieniężne netto	459	-245	21	33	71	-25	1	-11	100	90	92	-58
Środki pieniężne na początek okresu	642	1 086	847	868	901	972	947	948	937	1 037	1 127	1 219
Środki pieniężne na koniec okresu	1 086	847	868	901	972	947	948	937	1 037	1 127	1 219	1 161

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	4,0%	14,0%	3,4%	0,7%	-0,5%	-1,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-35,6%	103,4%	6,6%	-10,6%	2,0%	-0,2%	3,4%	0,2%	0,2%	-0,4%	-0,5%
EBIT zmiana r/r	-86,4%	760,7%	7,6%	-23,6%	4,8%	-0,7%	8,3%	0,4%	0,3%	-1,1%	-1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-97,9%	4320,8%	12,5%	-24,2%	10,3%	3,7%	11,8%	2,6%	2,4%	1,4%	1,7%
Marża brutto na sprzedaży	15,9%	23,9%	24,3%	24,4%	24,9%	25,2%	25,7%	25,9%	26,1%	26,2%	26,4%
Marża EBITDA	7,6%	13,6%	14,1%	12,5%	12,8%	12,9%	13,3%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%
Marża EBIT	0,8%	6,1%	6,4%	4,8%	5,1%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Marża brutto	0,4%	5,3%	5,7%	4,3%	4,6%	4,8%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
Marża netto	0,1%	3,8%	4,1%	3,1%	3,4%	3,6%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,3%
COGS / przychody	84,1%	76,1%	75,7%	75,6%	75,1%	74,8%	74,3%	74,1%	73,9%	73,8%	73,6%
SG&A / przychody	14,7%	15,5%	14,8%	14,9%	15,1%	15,4%	15,5%	15,7%	15,9%	16,1%	16,3%
SG&A / COGS	17,5%	20,3%	19,5%	19,7%	20,1%	20,5%	20,9%	21,2%	21,5%	21,8%	22,2%
ROE	0,1%	6,0%	6,4%	4,6%	4,9%	4,9%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%
ROA	0,1%	3,0%	3,3%	2,5%	2,8%	2,9%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%
Dług	3 088,0	3 391,3	3 026,3	2 651,3	2 266,3	1 851,3	1 411,2	1 096,2	781,2	466,2	0,0
D / (D+E)	21,8%	23,5%	20,6%	18,0%	15,5%	12,7%	9,7%	7,5%	5,3%	3,2%	0,0%
D / E	27,9%	30,7%	25,9%	21,9%	18,3%	14,5%	10,7%	8,1%	5,6%	3,3%	0,0%
Dług / kapitał własny	42,1%	43,4%	36,2%	30,2%	24,9%	19,6%	14,3%	10,7%	7,4%	4,2%	0,0%
Dług netto	2 226,4	2 508,3	2 110,7	1 664,2	1 304,0	888,0	459,2	44,1	-360,8	-767,7	-1 176,2
Dług netto / kapitał własny	33,2%	35,2%	27,7%	20,8%	15,8%	10,3%	5,1%	0,5%	-3,7%	-7,7%	-11,4%
Dług netto / EBITDA	2,9	1,6	1,3	1,1	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,8
Dług netto / EBIT	27,5	3,6	2,8	2,9	2,2	1,5	0,7	0,1	-0,6	-1,2	-1,9
EV	6 305,4	6 587,2	6 189,6	5 743,1	5 382,9	4 966,9	4 538,1	4 123,0	3 718,2	3 311,2	2 902,7
Dług / EV	49,0%	51,5%	48,9%	46,2%	42,1%	37,3%	31,1%	26,6%	21,0%	14,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	11,0%	12,1%	9,1%	7,7%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%
CAPEX / Amortyzacja	160,5%	148,5%	113,2%	96,0%	95,6%	95,8%	96,4%	96,9%	97,3%	97,6%	97,8%
Amortyzacja / Przychody	7,4%	8,2%	8,0%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	-0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	418,0	9,5	8,4	11,1	10,1	9,7	8,7	8,5	8,3	8,1	8,0
P/BV*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	5,9	3,2	2,9	3,2	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
EV/EBITDA*	8,2	4,2	3,7	3,9	3,6	3,3	2,9	2,6	2,4	2,1	1,9
EV/EBIT*	77,9	9,4	8,3	10,0	9,0	8,3	7,0	6,4	5,7	5,2	4,6
EV/S*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	73,9	78,8	84,3	88,4	91,6	95,3	99,3	103,2	107,0	110,9	114,8
EPS	0,1	4,3	4,9	3,7	4,1	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0	5,1
CEPS	7,0	13,0	14,0	12,9	13,3	13,4	13,9	14,1	14,2	14,3	14,4
FCFPS	1,5	4,6	5,0	5,4	5,4	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4
DPS w okresie	1,3	0,0	0,0	0,0	1,3	0,9	1,1	1,4	1,6	1,6	1,7
Payout ratio	40,7%	0,0%	0,0%	0,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 41,1 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

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik 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
Akumuluj	45,1	Trzymaj	46,4	17.06.2019	10:05 CEST	41,1	59 167,2
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 2Q'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	1	13%	0	0%
Akumuluj	5	63%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	1	13%	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 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 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 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 17.06.2019 roku (10:05 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.06.2019 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 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 17.06.2019 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.