



Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka rozczarowała wynikami w 1H'18. W samym 2Q'18 EBITDA wyniosła zaledwie 132 mln PLN, z czego w nawozach strata sięgnęła 68 mln PLN (najniżej w znanej nam historii). Spółka zanotowała wyraźny spadek średnich cen nawozów przy presji na kosztach surowców energetycznych i CO2. Wyniki pozostałych segmentów nie były w stanie zneutralizować utraty marży w nawozach tak jak w minionych kwartałach, a trendy rynkowe w tym przypadku nie są sprzyjające na 2H'18. Dodatkowo spółka we wrześniu podpisała warunkową umowę nabycia Compo Expert za 235 mln EUR, co w przynajmniej krótkim okresie ciężko uznać za ruch budujący wartość dla akcjonariuszy spółki. Szacujemy, że po transakcji w 1Q'19 dług netto grupy może sięgnąć 3-krotności rocznej EBITDA. Biorąc to pod uwagę i dostrzegając ponad 50-procentowy spadek kursu akcji w 2018 YTD zdecydowaliśmy się obniżyć rekomendację dla spółki do TRZYMAJ z ceną docelową 31,8 PLN/akcję.

W 2Q'18 przychody w segmencie nawozów spadły o 4% r/r przy wzroście wolumenu sprzedaży o 12% r/r. W rezultacie spółka doświadczyła dużego, negatywnego efektu cenowego mimo rosnących benchmarków na rynkach światowych. Na konferencji po wynikach spółka tłumaczyła to redukcją zapasów nagromadzonych po bardzo słabym sezonie nawozowym w PL (kolejno mokro, mroźno, sucho) i przekierowaniem sprzedaży na rynki eksportowe.

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

Grupa Azoty zużywa rocznie ok. 24 TWh gazu, 1,42 MT węgla i 2,44 TWh energii elektrycznej. Deficyt praw emisyjnych do 2020 roku to rocznie ok. 2,84 MT. Tylko w przypadku energii elektrycznej spółka ma efektywny hedging (do 2020 roku). Przy obserwowanych zmianach cen tych surowców w 2018 YTD daje to realny wzrost kosztów na poziomie 0,5 mld PLN, a przy bieżących cenach nawet 1,2 mld PLN!

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

W bieżącej edycji raportu uwzględniliśmy system handlu emisjami CO2 po 2020 roku (ETS IV), co może generować koszty w tym okresie przekraczające 400 mln PLN rocznie przy ograniczonej możliwości przeniesienia ich na ceny produktów (chemia w przeciwieństwie do energetyki to rynek globalny). Dostrzegając skalę problemów uważamy, że rząd do tego czasu będzie musiał znaleźć rozwiązanie dla całej branży energochłonnej na wzór mechanizmów stosowanych w innych państwach członkowskich. Prawo UE pozwala bowiem przeznaczyć część środków uzyskanych ze sprzedaży uprawnień do emisji na rekompensatę dla przemysłu. W Niemczech taka rekompensata sięga ok. 10 EUR/MWh. Wprowadzenie podobnego mechanizmu w Polsce pomogłoby spółce znacząco ograniczyć skalę wzrostu kosztów energetycznych/emisji, czego nie zakładamy.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	10 007,9	8 966,8	9 617,5	9 680,1	10 210,6	11 688,6
EBITDA [mln PLN]	1 309,2	948,0	1 186,9	885,7	958,9	1 117,8
EBITDA adj. [mln PLN]	1 352,7	1 033,0	1 261,3	892,5	958,9	1 117,8
EBIT [mln PLN]	824,4	427,6	597,2	217,7	262,9	391,2
Wynik netto [mln PLN]	604,6	301,9	456,7	127,9	160,2	236,8
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	5,1	10,3	6,8	24,3	19,4	13,1
EV/EBITDA	2,7	3,9	2,8	4,9	4,7	3,9
EV/EBIT	4,4	9,4	6,3	21,4	18,1	11,9
DY	0,0%	2,7%	2,5%	4,0%	0,0%	0,0%

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 31,8 PLN

24 WRZESIEŃ 2018, 9:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	25,3
w tym NPV PDH+PP	4,8
Wycena porównawcza [PLN]	38,2
Wycena końcowa [PLN]	31,8
Potencjał do wzrostu / spadku	1,3%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	31,4
Kapitalizacja [mln PLN]	3 112,8
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	58,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	30,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-29,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-47,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-58,2%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	19,4%
PZU TFI	8,3%
NN OFE	5,5%
Pozostali	33,8%

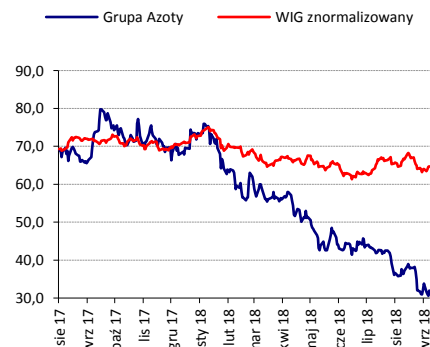
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
SPADKOWA ŚCIEŻKA WYNIKOWA DO 2Q'19 I OBNIŻENIE PROGNOZ	3
WYNIKI 2H'18 WCIĄŻ POD PRESJĄ ROSNĄCYCH KOSZTÓW	4
SEGMENT TWORZYW I CHEMII NIE ZNEUTRALIZUJE SPADKU WYNIKÓW W NAWOZACH	4
WYNIKI 2Q'18- DUŻY NEGATYWNY EFEKT CENOWY W NAWOZACH	5
SUROWCE- POTĘŻNY WZROST KOSZTÓW W 2H'18	5
NAPIĘTY PROGRAM INWESTYCYJNY	5
DROGIE PRZEJĘCIE COMPO EXPERT I WYSOKIE ZADŁUŻENIE W 1H'19	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
OTOCZENIE RYNKOWE	12
GAZ, CO ₂ , WĘGIEL- POTĘŻNY WZROST KOSZTÓW	12
USDA STUDZI OCZEKIWANIA SŁABYCH ZBIORÓW ZBÓŻ	14
RYNEK ZBÓŻ A NAWOZOWY.....	15
NOTOWANIA PODSTAWOWYCH NAWOZÓW W SIERPNIU'18- WYRAŻNE ODBICIE Q/Q	16
KORZYSTNIEJSZY BILANS NA GLOBALNYM RYNKU MOCZNIKA 2018-2020	17
WYŁĄCZENIA ENERGOCHŁONNYCH MOCY PRODUKCYJNYCH W CHINACH- KONTYNUACJA 2018-2020	18
WYNIKI 2Q'18.....	20
WYNIKI YARA 2Q'2018	21
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	22
PRZEJĘCIE COMPO EXPERT	25
REALIZACJA STRATEGII	26
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027	27
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	31

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 25,3 PLN (w tym 4,8 PLN PDH+PP). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 38,2 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 31,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	25,3
w tym NPV PDH		4,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	38,2
Wycena spółki [PLN]		31,8

Źródło: BDM S.A.

Spadkowa ścieżka wynikowa do 2Q'19 i obniżenie prognoz

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

Nasze założenia w bieżącym raporcie na najbliższe lata zostały obniżone o ok 30% EBITDA. Zmiana wynika gł. ze wzrostu kosztów gazu z 17 do 24 EUR/TTF (rocznie ok. 700 mln PLN kosztów), wyżki notowań praw emisyjnych z 10 do 20 EUR/EUA (ok. 120 mln PLN) i uwzględnienia IV mechanizmu ETS (po 2020 roku, ok.440 mln PLN). Uważamy, że koszty te będą stopniowo przenoszone na klientów, natomiast nie w całości, co zaowocuje spadkiem długoterminowej marży EBITDA z ok. 12 do 10%.

Oczekiwana ścieżka wynikowa [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018e	2019P
Przychody	2 687	2 182	2 196	2 552	2 497	2 380	2 173	2 630	2 620	2 427	2 346	2 817	9 617	9 680	10 211
Azoty Tarnów	479	377	408	417	476	430	485	526	495	460	525	546	1 682	1 918	2 026
ZAK	483	394	442	502	495	434	447	528	512	457	466	535	1 821	1 904	1 970
Police	699	650	531	718	615	630	588	899	869	792	663	1 030	2 600	2 733	3 353
Puławy	1 003	788	798	902	910	849	797	896	993	920	862	932	3 491	3 453	3 707
EBITDA adj.	461	277	255	268	403	132	161	195	332	167	165	295	1 261	892	959
Azoty Tarnów	80	59	61	45	86	22	55	31	49	20	30	57	245	194	156
ZAK	81	20	61	52	76	16	23	32	48	35	39	56	214	148	178
Police	84	88	45	50	68	25	31	41	63	41	35	67	267	165	207
Puławy	212	93	83	132	159	37	48	82	157	56	52	102	520	326	367
Marża EBITDA adj.	17,2%	12,7%	11,6%	10,5%	16,1%	5,6%	7,4%	7,4%	12,7%	6,9%	7,0%	10,5%	13,1%	9,2%	9,4%
Azoty Tarnów	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	11,3%	5,9%	9,9%	4,3%	5,8%	10,5%	14,6%	10,1%	7,7%
ZAK	16,8%	5,1%	13,8%	10,4%	15,4%	3,7%	5,2%	6,1%	9,3%	7,8%	8,3%	10,5%	11,8%	7,7%	9,1%
Police	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	5,2%	4,6%	7,3%	5,2%	5,3%	6,5%	10,3%	6,1%	6,2%
Puławy	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	6,0%	9,1%	15,8%	6,1%	6,1%	11,0%	14,9%	9,4%	9,9%
EBITDA r/r adj.	-10,7%	37,4%	57,7%	75,2%	-12,6%	-52,1%	-36,8%	-27,1%	-17,7%	26,2%	2,4%	50,8%	22,1%	-29,2%	7,4%
Azoty Tarnów					7,0%	-61,8%	-10,0%	-31,6%	-43,3%	-12,7%	-44,5%	85,7%	534,6%	-20,8%	-19,6%
ZAK	-22,1%	-60,0%	235,2%	20,9%	-6,2%	-20,0%	-61,7%	-38,1%	-37,0%	121,6%	65,1%	75,3%	-0,6%	-31,1%	20,8%
Police	-20,9%	39,6%	2,5%	113,0%	-18,7%	-71,4%	-31,6%	-17,1%	-7,2%	62,4%	15,2%	62,7%	12,8%	-38,0%	25,0%
Puławy	-6,5%	-21,8%	27,3%	41,9%	-25,1%	-59,7%	-42,3%	-38,1%	-1,2%	49,0%	9,0%	25,1%	3,2%	-37,3%	12,7%

Źródło: BDM S.A. , spółki

Aktualizacja prognoz [mln PLN]

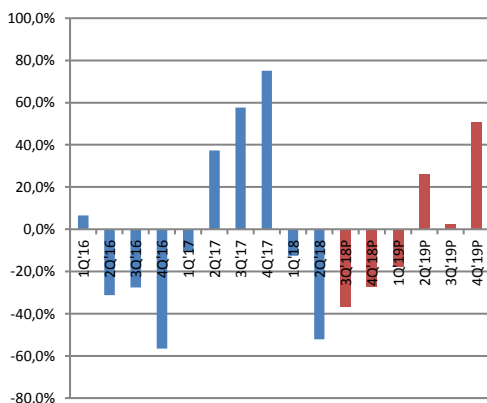
	2018			2019			2020			2021		
	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana	poprzednia*	obecna	zmiana
EBITDA adj.	1 246	1 261	1%	1 273	892	-30%	1 393	959	-31%	1 384	1 118	-19%
Azoty Tarnów	253	245	-3%	270	194	-28%	299	156	-48%	349	205	-41%
ZAK	223	214	-4%	243	148	-39%	244	178	-27%	224	195	-13%
Police	275	267	-3%	265	165	-38%	290	207	-29%	261	238	-9%
Puławy	490	520	6%	524	326	-38%	577	367	-36%	566	417	-26%
Gaz TTF [EUR/MWh]	17,2	17,2	0%	17,3	24,0	39%	17,0	24,0	41%	17,2	22,1	29%
Koszt emisji [EUA/t]	5,8	5,8	0%	8,8	15,9	82%	9,0	20,0	122%	10,0	20,0	100%

Źródło: BDM S.A. , spółki. *- z RA 14.02.2018

Wyniki 2H'18 wciąż pod presją rosnących kosztów

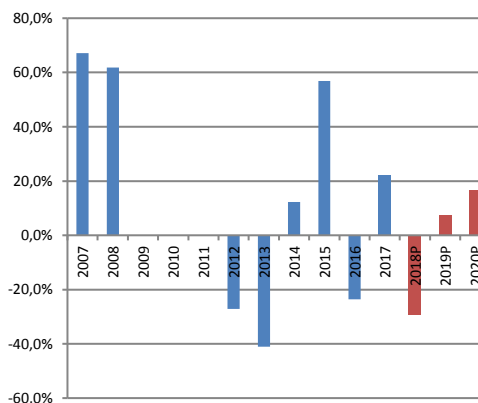
W 2Q'18 oczyszczona EBITDA, mimo niewymagającej bazy, spadła o ponad 50% r/r. Wyniki 3Q'18 powinny być lepsze q/q, choć z wciąż wyraźną, ujemną dynamiką (-37% r/r). Presja na kosztach surowcowych, gł. gazu, jest zbyt duża, aby można było przerzucić ten wzrost na cenę produktów. Liczymy, że nastąpi to z czasem, ale dopiero w przyszłym roku.

Dynamika oczyszczonej EBITDA 1Q'16-4Q'18P [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka

Dynamika oczyszczonej EBITDA 2007-2020P [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka. Do 2013 EBITDA pro forma.

Segment tworzyw i chemii nie zneutralizuje spadku wyników w nawozach

W 2017 roku spadek EBITDA w nawozach został zneutralizowany z nawiązką lepszym wynikiem w tworzywach (kaprolaktam, poliamid) i chemii (gł. biel tytanowa). W 1H'18 wyniki w tych segmentach były już porównywalne r/r. Historyczne załamanie obserwowaliśmy w nawozach, co doprowadziło do ok. 30% r/r erozji EBITDA. W 2H'18 oczekujemy pogorszenia w segmencie tworzyw i chemii, które powinno być kontynuowane w 2019 roku.

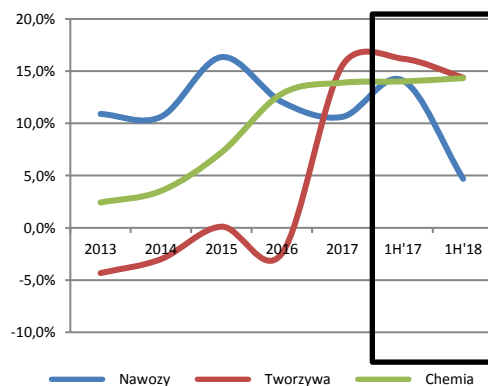
Dekompozycja EBITDA [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017	1H'17	1H'18
EBITDA adj.	862,4	1 352,7	1 033,0	1 261,3	737,9	535,7
nawozy	593,4	990,4	599,3	534,3	377,3	108,8
kaprolaktam/poliamid	-43,8	1,4	-27,5	220,3	120,3	119,6
biel	29,4	2,7	32,2	95,5	43,8	66,3
OXO	-34,0	-10,0	28,0	49,0	12,0	30,2
melamina/pulnox	121,5	149,4	210,1	244,7	125,8	125,3
pozostałe	195,8	218,8	190,9	117,5	58,6	85,4

udział w EBITDA						
nawozy	68,8%	73,2%	58,0%	42,4%	51,1%	20,3%
kaprolaktam/poliamid	-5,1%	0,1%	-2,7%	17,5%	16,3%	22,3%
biel	3,4%	0,2%	3,1%	7,6%	5,9%	12,4%
OXO	-3,9%	-0,7%	2,7%	3,9%	1,6%	5,6%
melamina/pulnox	14,1%	11,0%	20,3%	19,4%	17,1%	23,4%
pozostałe	22,7%	16,2%	18,5%	9,3%	7,9%	15,9%

Źródło: BDM S.A., spółka. *- oczyszczona ze zdarzeń jednorazowych

Marża EBITDA* 2013-1H'18 [mln PLN]

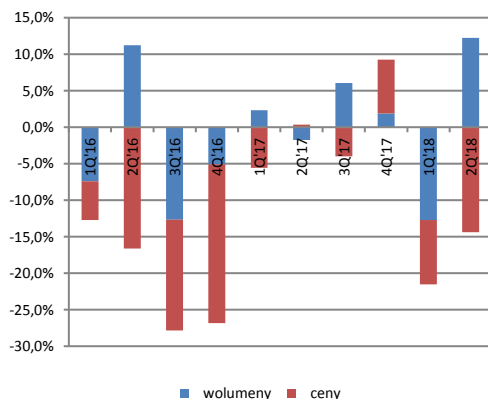


Źródło: BDM S.A., spółka. *- oczyszczona ze zdarzeń jednorazowych

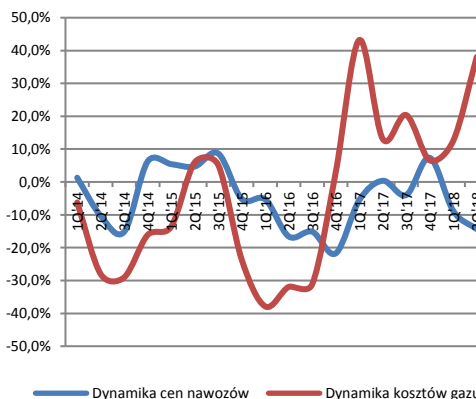
Wyniki 2Q'18- duży negatywny efekt cenowy w nawozach

W 2Q'18 spółka zanotowała wyraźny spadek średnich cen nawozów na poziomie -14% r/r. Wolumen nawozów wzrósł o 12% ! Na konferencji wynikowej przedstawiciele spółki tłumaczyli to redukcją zapasów i zwiększeniem sprzedaży w eksporcie (po niższych cenach).

Dynamika wolumenów i cen nawozów r/r



Dynamika średnich cen nawozów na tle kosztów gazu r/r



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

Surowce- potężny wzrost kosztów w 2H'18

Od lutego obserwujemy dużą presję na kosztach gazu, która nasiliła się w ostatnich tygodniach przez m. in. wzrosty cen uprawnień emisyjnych (z ok. 15 do 20 EUR w okresie lipiec-sierpień 2018). W 2018 YTD daje to realny wzrost kosztów na poziomie >0,5 mld PLN, a przy bieżących cenach blisko 1,2 mld PLN !

Wzrosty cen kluczowych surowców w 2018 roku i ich wpływ na koszty [mln PLN]

	2017 średnia	2018 YTD		Teoret. wzrost kosztów	realny wzrost kosztów*	2018 bieżąca		Teoret. wzrost kosztów	realny wzrost kosztów*
Gaz	17,30	21,48	EUR/MWh	454	454	27,00	EUR/MWh	1 027	1 027
Węgiel	205,14	234,10	PLN/t	41	49	238,10	PLN/t	47	49
CO2	5,83	13,59	EUR/t	96	48	19,00	EUR/t	162	81
Energia elektryczna	158,21	206,38	PLN/MWh	117	0	250,00	PLN/MWh	224	0
RAZEM				708	551			1 460	1 158

Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. *- po uwzględnieniu hedgingu etc.

Prawa do emisji CO2

	Emisja '17 [mln EUA]	deficyt/zakup [mln EUA]	% darmowych	Teoretyczny koszt bieżący* [mln PLN]	udział w EBITDA '17
Grupa Azoty	7,63	-2,47	67,6%	-213,0	-20,1%
Puławy	3,46	-1,10	68,3%	-94,3	-18,5%
Police	1,73	-0,70	59,4%	-60,3	-26,0%

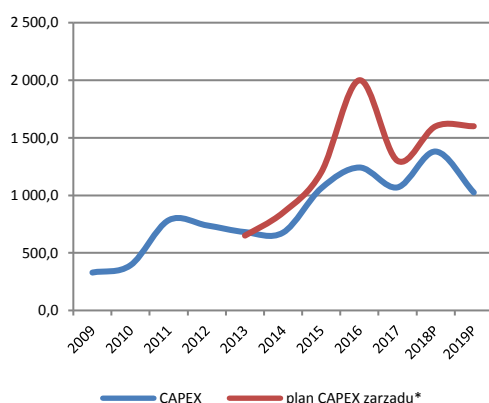
Źródło: BDM, spółka. *- przy bieżącej cenie emisji 20 EUR/t.

Napięty program inwestycyjny

Przedstawiciele spółki w 2018 roku komunikowali CAPEX na poziomie 1,6 mld PLN, czyli rekordowy w historii. W naszych projekcjach oczekujemy ok. 1,4 mld PLN nakładów inwestycyjnych. Wskazujemy jednak, że szacunki te nie obejmują innych potencjalnych projektów inwestycyjnych jak. np. zgazowanie węgla czy węglowa EC w Puławach. Może to wpłynąć na dalsze pogorszenie przepływów pieniężnych i wzrost zadłużenia.

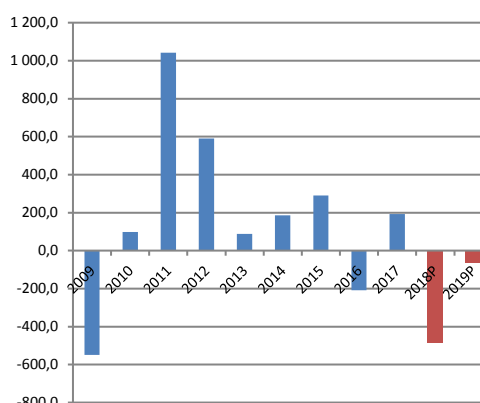
W czerwcu'18, przy okazji umów dot. refinansowania i zwiększenia wartości kredytów (z 1,5 do 3,0 mld PLN), spółka informowała, że w związku z realizacją dużego programu inwestycyjnego spodziewa się szczytu zadłużenia w 2021/2022 roku na poziomie nie przekraczającym 3,0x EBITDA. Szacunki te nie obejmowały projektu PDH w Policach (SPV). Na koniec 2017 roku zadłużenie netto do EBITDA wynosiło 0,5x EBITDA.

Historyczny CAPEX (vs plan) [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka. 2009-2013 CAPEX pro forma. *- plan zarządu podawany z reguły na początku danego roku

EBITDA-CAPEX [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka. 2009-2013 CAPEX i EBITDA pro forma.

Drogie przejęcie Compo Expert i wysokie zadłużenie w 1H'19

Dn. 07.09.2018 Grupa Azoty podpisała warunkową umowę nabycia 100% kapitału zakładowego niemieckiej spółki Goat TopCo (kontrolującą spółki Compo Expert) za cenę nie wyższą niż 235 mln EUR. Spółka jest producentem nawozów specjalistycznych o wysokiej wartości dodanej, skierowanych do odbiorców profesjonalnych na ok. 100 rynkach świata. Sprzedającym jest fundusz PE (wyjście z inwestycji po 3 latach).

Wg komunikatu spółka miała w roku obrotowym 2016/2017 (kończy się we wrześniu) ok. 333 mln EUR sprzedaży i 30 mln EUR EBITDA skorygowanej o zdarzenia jednorazowe (marża 9%).

Spółka nie podała wielu szczegółów odnośnie Compo Expert. Nie znamy nawet zadłużenia przejmowanego podmiotu. Szacujemy, że nie jest one niskie. Wiemy, że w 2011 roku zadłużenie netto sięgało 55 mln EUR i obecnie, z uwagi na skalę inwestycji w latach 2013-2017 (90 mln EUR), powinno być wyższe.

Przy oczekiwanej wartości transakcji 235 mln EUR (nie znamy długu netto) estymowany mnożnik EV/EBITDA wynosi 7,83x. Uważamy, że przy szacowanym przez nas zadłużeniu mnożnik ten jest wyższy niż 10x EBITDA, co przy obecnych uwarunkowaniach rynkowych (mediana grupy porównawczej 8-9x EBITDA, GA po ok. 5,0x EBITDA) i dla spółki z marżą EBITDA <10%, należy uznać za wartość wysoką.

Spółka nie podała oczekiwanych synergii, co w transakcjach M&A jest czynnikiem kluczowym. W prezentacji wymieniła jedynie 5 obszarów koncentrujących się głównie na R&D/know-how, sprzedaży i finansowaniu. Tym samym analizowanie transakcji bez uwzględnienia efektów synergii może nie oddawać realnej wartości spółki.

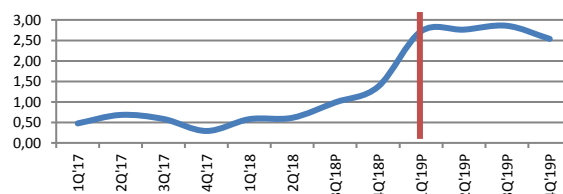
Zwracamy uwagę, że po przejęciu Compo Expert w 1Q'19 i przy szacowanych przez nas wynikach i przepływach finansowych Grupy Azoty estymowany wskaźnik dług netto/EBITDA sięgnie 3,0x.

Estymowany mnożnik EV/EBITDA'17

	MEUR	MEUR szacunki BDM
cena za 100%*	235	235
dług netto	???	83
EBITDA'17 adj.	30	30
EV/EBITDA'17 adj.	7,83	10,60

Źródło: BDM, spółka

Estymowany DN/EBITDA LTM po przejęciu Compo Expert w 1Q'19



Źródło: BDM, spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Dalszy wzrost kosztów surowcowych

Od 4Q'17 obserwujemy wyraźny wzrost kosztów gazu (ok. 20% w przychodach spółki), który przyspieszył w ostatnich miesiącach z uwagi na presję na kosztach CO2. Spółka też musi zmierzyć się z istotnym wzrostem cen węgla czy energii. Przy utrzymaniu bieżących cen wpływ wysokich cen surowców to nawet 1,2 mld PLN rocznie ! Niewykluczony jest dalszy wzrost kosztów czego nie zakładamy.

▪ Brak wyraźnych wzrostów cen nawozów

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

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

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

▪ Realizacja dużego programu inwestycyjnego

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

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

W wrześniu'18 spółka podpisała warunkową umowę kupna 100% akcji Compo Expert. Niemiecka grupa jest globalnym producentem nawozów specjalistycznych, skierowanych do odbiorców "profesjonalnych". Wartość transakcji to przynajmniej 235 mln EUR.

▪ Zapowiadany wyraźny wzrost zadłużenia w relacji do EBITDA

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

W naszej opinii po przejęciu Compo Expert estymowany dług netto/EBITDA sięgnie 3,0x w 1H'19.

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

▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Zakładamy, że spółka będzie musiała nabywać od 2,7 (2015 rok) do 3,6 (2020 rok) mln uprawnień emisyjnych CO2 w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 20 EUR/t (poprzednio 10 EUR/t, obecne ceny spot 22 EUR/t), co będzie generować koszty rzędu 200-300 mln PLN rocznie w skali grupy. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (poprzednio nie uwzględnialiśmy z uwagi na brak szczegółów). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie 60%), co przy cenie 20 EUR/t będzie generować koszty rzędu 440 mln PLN rocznie.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

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

Wolumeny sprzedaży

W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2017 roku wynosiło (wg naszych szacunków) ok. 85% i spółka ma niewielkie możliwości wzrostu w tym zakresie. Zdecydowane przyrosty powinien notować poliamid z nowej instalacji (dajemy 3 lata na dojście do pełnych zdolności, 60% w '18);

W Kędzierzynie szacujemy, że spółka ma rezerwy produkcyjne jedynie w moczniku (75% użycia).

W Policach szacujemy średnie obciążenie linii produkcyjnych nawozów wieloskładnikowych na ok. 88% (rezerwy w DAP). Również instalacje amoniaku/mocznika są dociążone blisko 100%. W przypadku bieli tytanowej spółka w pełni wykorzystuje moce.

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

Ceny produktów/surowców/waluty

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców.

Ceny kluczowych nawozów uzależniamy od notowań zbóż na CBOT (aktualna krzywa terminowa, utrzymanie historycznych relacji pszenica/nawozy 2009-2017), co oznacza perspektywę ok. 40%-50% wzrostu cen (mocznik/NPK) i blisko 20% wzrostu cen w przypadku saletranych do 2020 roku.

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

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (perspektywa utrzymania 23-24 EUR/MWh do 2020 roku).

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

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

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny zgodnie z informacjami podawanymi w raportach okresowych spółki. W samym 2018 roku CAPEX powinien sięgnąć ok. 1,4 mld PLN (zarząd planuje 1,6 mld PLN). Jeśli uwzględnimy potencjalne inwestycje (PDH, EC100, zgazowanie węgla) to duże nakłady pojawią się dopiero po 2020 roku. Aktualizacja CAPEX znajduje się w osobnym rozdziale.

Compo Expert

Z uwagi na brak szczegółów transakcji i wyników finansowych Compo Expert nie uwzględniamy przejęcia w bazowym scenariuszu wyceny. Wskazujemy jednak, że po przejęciu w 1Q'19 zadłużenie netto grupy może przekroczyć 2,5 mld PLN i stanowić blisko 3-krotność 12m EBITDA.

ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA (poprzednio 10 EUR), co będzie generować koszty rzędu 300 mln PLN (poprzednio 150 mln PLN).

Po 2020 roku w ETSIV zakładamy, że spółka dostanie ok. 30% bezpłatnych praw emisyjnych, co przy cenie 20 EUR/t wygeneruje koszty rzędu 440 mln PLN rocznie (poprzednio nie zakładaliśmy ETS IV z uwagi na brak szczegółów i relatywnie niskie ceny CO2).

Dywidenda

W związku z przejęciem Compo Expert i ambitnym programem inwestycyjnym przyjmujemy, że spółka nie wypłaci dywidendy w latach 2019-2022. Powrotu do polityki dywidendowej spodziewamy się od 2023 roku (ok. 60% jednostkowego zysku netto).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2018-2027 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 99,2 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 24 września 2018.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,5 mld PLN (w tym 0,47 mld PLN PDH+PP). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 25,3 PLN (w tym 4,8 PLN PDH+PP).

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 617,5	9 680,1	10 210,6	11 688,6	11 700,7	11 616,7	11 626,1	11 616,6	11 612,4	11 612,4	11 612,4
EBIT [mln PLN]	671,6	224,5	262,9	391,2	303,0	359,9	439,7	421,5	398,9	372,7	345,8
Stopa podatkowa	15%	25%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	102,0	56,4	49,9	74,3	57,6	68,4	83,5	80,1	75,8	70,8	65,7
NOPLAT [mln PLN]	569,6	168,1	212,9	316,8	245,4	291,6	356,2	341,4	323,1	301,9	280,1
Amortyzacja [mln PLN]	589,7	723,7	750,9	765,8	771,2	779,3	787,4	795,5	803,8	812,2	820,9
CAPEX [mln PLN]	-1 069,1	-1 428,9	-1 075,7	-926,9	-796,0	-788,4	-785,8	-781,8	-777,4	-772,5	-767,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-133,1	-235,5	11,1	-38,9	67,3	72,3	64,1	65,0	64,7	64,5	64,5
FCF [mln PLN]	-43,0	-772,6	-100,8	116,8	287,8	354,8	421,8	420,1	414,2	406,1	398,5
DFCF [mln PLN]		-755,6	-91,0	97,3	221,0	250,8	274,4	251,2	227,5	204,8	184,3
Suma DFCF [mln PLN]		864,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 427,9			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 048,3										
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 913,0										
Dług netto* [mln PLN]	490,6										
Udziały mniejszości [mln PLN]	384,6										
Wartość kapitału [mln PLN]	2 037,7										
Ilość akcji [mln szt.]	99,2										
Wartość kapitału na akcję [PLN]**	20,5										

Przychody zmiana r/r	0,7%	5,5%	14,5%	0,1%	-0,7%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-22,5%	18,8%	22,2%	-4,1%	-5,4%	-6,6%	-7,2%
FCF zmiana r/r	1695,5%	-87,0%	-215,9%	146,5%	23,2%	18,9%	-0,4%	-1,4%	-2,0%	-1,9%
Marża EBITDA	9,8%	9,9%	9,9%	9,2%	9,8%	10,6%	10,5%	10,4%	10,2%	10,0%
Marża EBIT	2,3%	2,6%	3,3%	2,6%	3,1%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%
Marża NOPLAT	1,7%	2,1%	2,7%	2,1%	2,5%	3,1%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%
CAPEX / Przychody	14,8%	10,5%	7,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	197,4%	143,3%	121,0%	103,2%	101,2%	99,8%	98,3%	96,7%	95,1%	93,4%
Zmiana KO / Przychody	2,4%	-0,1%	0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2017 pomniejszony o pozostałe aktywa finansowe (lokaty bankowe) i dywidendę 124 mln PLN.

** - bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena 4,1 PLN/akcję).

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	85,4%	85,5%	86,6%	88,6%	90,8%	93,2%	95,3%	96,9%	98,5%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	14,6%	14,5%	13,4%	11,4%	9,2%	6,8%	4,7%	3,1%	1,5%	0,0%
WACC	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	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	20,5	22,8	25,6	29,1	33,7	40,0	49,1	63,4	89,1
	0,8	18,5	20,5	22,9	25,9	29,8	34,9	42,2	53,1	71,2
	0,9	16,6	18,4	20,5	23,1	26,3	30,7	36,5	45,0	58,3
	1,0	14,9	16,5	18,3	20,5	23,4	27,0	31,8	38,5	48,7
	1,1	13,4	14,7	16,3	18,3	20,7	23,8	27,8	33,3	41,2
	1,2	11,9	13,1	14,6	16,3	18,4	21,0	24,4	28,9	35,2
	1,3	10,6	11,7	12,9	14,5	16,3	18,5	21,4	25,2	30,3

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%	22,8	25,4	28,6	32,8	38,3	46,1	57,8	77,2	116,1
	4,0%	18,5	20,5	22,9	25,9	29,8	34,9	42,2	53,1	71,2
	5,0%	14,9	16,5	18,3	20,5	23,4	27,0	31,8	38,5	48,7
	6,0%	11,9	13,1	14,6	16,3	18,4	21,0	24,4	28,9	35,2
	7,0%	9,4	10,3	11,5	12,8	14,4	16,4	18,8	22,0	26,2
	8,0%	7,2	8,0	8,9	9,9	11,2	12,7	14,5	16,8	19,7
	9,0%	5,3	5,9	6,6	7,5	8,5	9,6	11,0	12,7	14,9

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%	40,9	38,0	35,3	32,8	30,5	28,4	26,5	24,7	23,1
	4,0%	34,4	31,3	28,4	25,9	23,6	21,5	19,6	17,9	16,3
	5,0%	29,1	25,9	23,1	20,5	18,3	16,3	14,5	12,8	11,3
	6,0%	24,7	21,5	18,7	16,3	14,1	12,2	10,4	8,9	7,5
	7,0%	21,0	17,9	15,2	12,8	10,7	8,9	7,3	5,8	4,5
	8,0%	17,9	14,8	12,2	9,9	7,9	6,2	4,7	3,3	2,1
	9,0%	15,2	12,2	9,6	7,5	5,6	3,9	2,5	1,2	0,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,8 mld PLN, co odpowiada 38,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 31,4 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z ok. 30% dyskontem względem EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
YARA	28,6	15,2	11,6	10,8	7,9	6,5	23,1	13,2	10,2
ACRON	12,2	11,6	10,0	8,0	7,6	6,9	10,1	9,6	8,7
PHOSAGRO	8,9	8,9	8,5	6,3	6,1	5,6	7,9	7,6	7,0
URALKALI	4,2	4,3	-	4,9	4,5	-	6,5	6,2	-
NUTRIEN*	21,2	17,9	15,7	11,3	9,5	8,5	18,4	14,6	13,1
MOSAIC	19,6	15,0	12,8	8,6	7,3	6,7	16,1	12,8	10,7
CF INDUSTRIES	40,3	26,8	22,2	11,1	9,3	8,4	23,0	16,5	15,8
ISRAEL CHEMICALS	21,6	16,8	15,1	10,7	8,0	8,5	17,3	10,0	12,5
POLICE	0,0	15,5	13,0	10,1	7,8	6,5	31,9	18,5	13,2
PUŁAWY	15,7	15,4	12,3	4,5	4,2	3,9	13,1	11,3	9,1
MEDIANA	19,6	15,3	12,8	9,3	7,7	6,7	16,7	12,0	10,7
ZA Tarnów	24,3	19,4	13,1	4,9	4,7	3,9	21,4	18,1	11,9
Premia/dyskonto do spółki	24,0%	27,0%	2,4%	-47,1%	-38,9%	-40,6%	27,8%	50,3%	11,9%
Wycena wg wskaźnika	25,3	24,7	30,7	70,9	60,3	61,8	23,7	17,9	28,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		26,9			64,3			23,5	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	38,2								

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

OTOCZENIE RYNKOWE

Gaz, CO₂, węgiel- potężny wzrost kosztów

Gaz stanowi ok. 36% kosztów zużycia materiałów i energii w Grupie Azoty (20% przychodów). W 2017 roku spółka wydała na niego ok. 2 mld PLN.

W 1Q'18 ceny gazu wzrosły o 13% r/r i 10% q/q (ok. 21 EUR/MWh TTF) na skutek fali mrozów w Europie w lutym-marcu'18. W 2Q'18 notowania nie uległy sezonowym obniżkom (+35% r/r, 0% q/q) utrzymując się na wysokim poziomie. W tym okresie wyraźnie wzrosły notowania ropy naftowej.

W lipcu-sierpniu wyraźny wzrost odnotowano na rynku praw emisyjnych. Ceny CO₂ wzrosły z ok. 15 EUR/t do 20-22 EUR/t (średnio 5,8 EUR/t w 2017 roku). Wzrost cen emisji wytworzył dodatkową presję na koszty surowców energetycznych w szczególności gazu (wzrost popytu).

Aktualna krzywa terminowa dla cen gazu TTF (na czym się opieramy) sugeruje dalszy wzrost cen w 2H'18 na poziomie 25-29 EUR/MWh, co w całym roku oznaczać będzie wzrost cen rzędu 39% r/r (+23% r/r w '17). Spadku cen gazu oczekuje się dopiero od 2020 roku rzędu 6-8% rocznie do poziomu 18-20 EUR/MWh TTF.

Rocznie grupa zużywa ok. 1,4 mln ton węgla. Na konferencji po wynikach 2Q'18 spółka informowała, że realny wzrost kosztów w 2018 roku to 10% r/r w przypadku Puław i nawet 30% r/r dla pozostałych spółek. Wzrost cen PSCMI1 sięga obecnie 16% r/r.

Grupa ma również krótką pozycję w przypadku energii elektrycznej. Rocznie zużywa ok. 2,4 TWh energii z prawie 0,5 mld PLN. Na konferencji po wynikach 2Q'18 spółka informowała, że ma zabezpieczone ceny na niezmiennym poziomie do 2020 roku.

Szacujemy, że łączny wzrost (realny) kosztów kluczowych surowców w 2018 YTD to ponad 0,5 mld PLN, a w relacji do bieżących poziomów ok. 1,2 mld PLN. Aby skompensować tak potężny wzrost kosztów grupa musiałaby podnieść średnie ceny nawozów o odpowiednio 11% i 23% !

Zużycie kluczowych surowców w 2017 roku

	jednostka	szac. zużycie	koszt mln PLN (spółka)	średnia cena	benchmark	pozycja/hedging
Gaz	TWh	24,1	1 975	81,9	73,67 PLN/MWh TTF średni 2017	otwarta
Węgiel	mln ton	1,42	329	232,1	205,14 PLN/t PSCMI1 średni 2017	kontrakt roczny
CO ₂	deficyt mln ton	2,84	70	24,8	24,84 PLN/t ICE średnia 2017	hedging 50% na rok
Energia elektryczna	TWh	2,44	494	202,5	158,2 PLN/MWh TGE średnia 2017	hedging do 2020

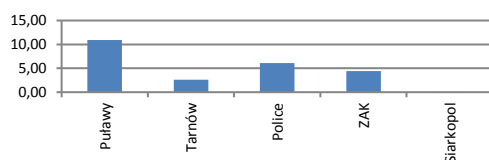
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Wzrosty cen kluczowych surowców w 2018 roku i ich wpływ na koszty [mln PLN]

	2017 średnia	2018 YTD	Teoret. wzrost kosztów	realny wzrost kosztów*	2018 bieżąca	Teoret. wzrost kosztów	realny wzrost kosztów*
Gaz	17,30	21,48	454	454	27,00	1 027	1 027
Węgiel	205,14	234,10	41	49	238,10	47	49
CO ₂	5,83	13,59	96	48	19,00	162	81
Energia elektryczna	158,21	206,38	117	0	250,00	224	0
RAZEM			708	551		1 460	1 158

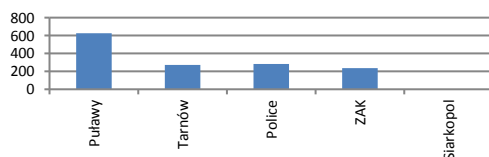
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. *- po uwzględnieniu hedgingu etc.

Zużycie gazu w podziale na spółki 2017 [TWh]



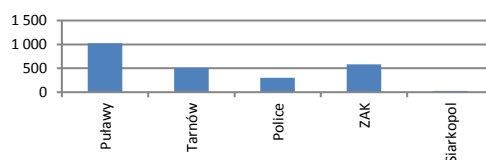
Źródło: BDM, spółka

Zużycie węgla w podziale na spółki 2017 [tys. ton]



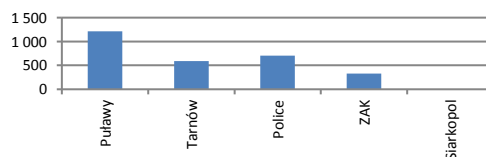
Źródło: BDM, spółka

Zużycie energii e. w podziale na spółki 2017 [GWh]



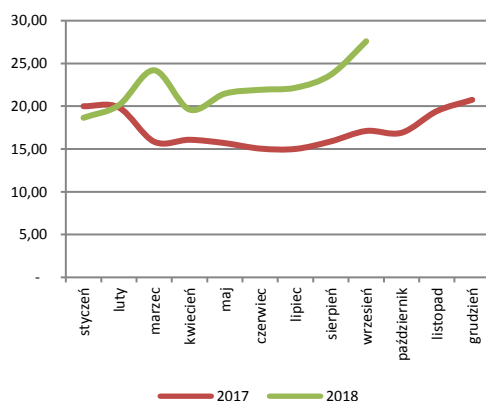
Źródło: BDM, spółka

Deficyt CO₂ w podziale na spółki 2017 [tys. ton]



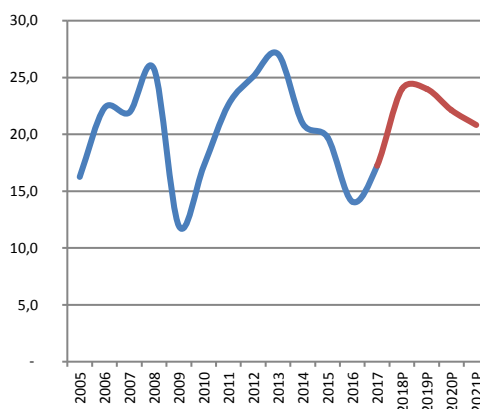
Źródło: BDM, spółka

Ceny gazu TTF 2017-2018 [EUR/MWh]



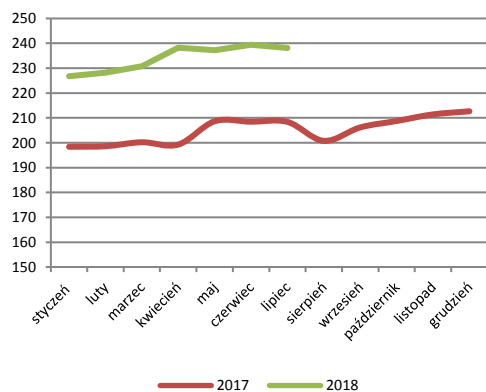
Źródło: BDM S.A. Bloomberg

Ceny gazu TTF 2005-2021P [EUR/MWh]



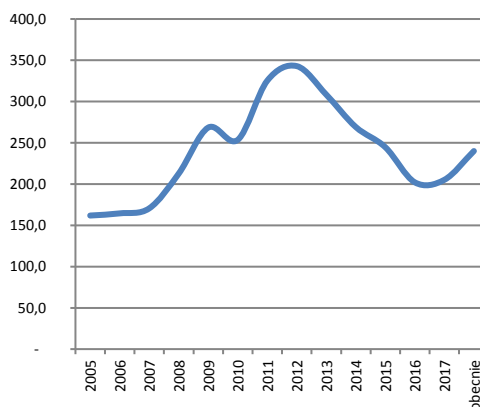
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Węgiel (PSCMI 1) [PLN/t]



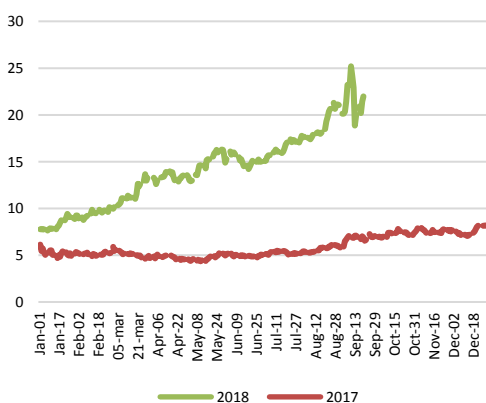
Źródło: BDM S.A. ARP

Węgiel (PSCMI 1) [PLN/t]



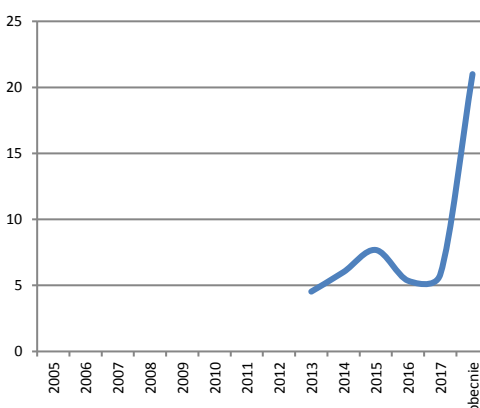
Źródło: BDM S.A. ARB

Ceny praw emisyjnych [EUR/t]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg

Ceny praw emisyjnych* [EUR/t]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg *- instalacje spółki od 2013 roku uczestniczą w systemie ETS.

USDA studzi oczekiwania słabych zbiorów zbóż

Od 3Q'17 obserwujemy wyraźną poprawę notowań zbóż na CBOT. W 3Q'18 ceny pszenicy są wyższe o blisko 20% r/r, a ceny kukurydzy o 2% r/r. Wg aktualnej krzywej futures do 2020 roku notowania pszenicy powinny wzrosnąć o blisko 40% r/r (vs '17), a kukurydzy o ponad 10% r/r.

Rynek agro ma za sobą 5 lat spadku cen (2013-2017) związanych z globalną nadprodukcją. W tym czasie notowania pszenicy na CBOT straciły ok. 40% a kukurydzy ok. 50%. W 3Q'17 nastąpiło przełamanie negatywnego trendu.

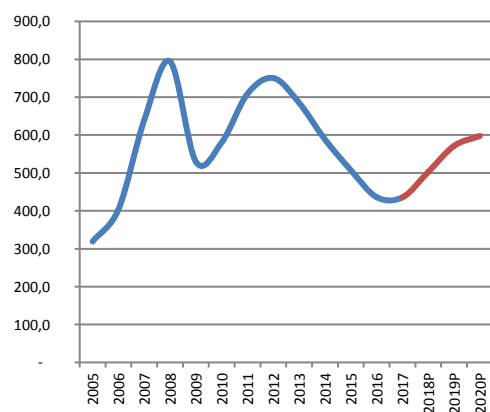
We wrześniu USDA nieoczekiwanie podniosła prognozy zbiorów pszenicy na świecie o ponad 3 mln ton, co ma prowadzić do wzrostu zapasów i negatywnie wpłynęło na ceny surowca. USDA oczekuje wyższej produkcji w Rosji i Indiach o odpowiednio 2,7 i 3 mln ton. Korekta nastąpiła w Kanadzie (-1 mln ton) i w Australii (-2 mln ton).

Ceny pszenicy [USD/100bu]

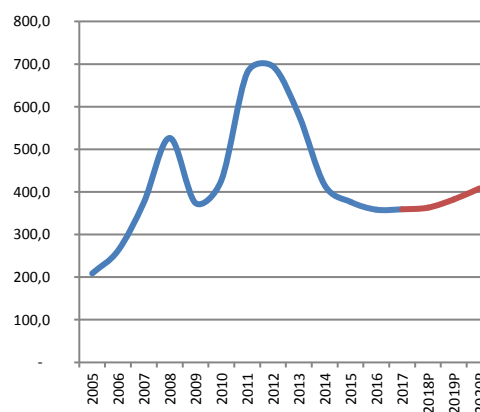
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Ceny kukurydzy [USD/100bu]

Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Ceny pszenicy [USD/100bu]- prognoza 2018-2020

Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Na podstawie krzywej futures

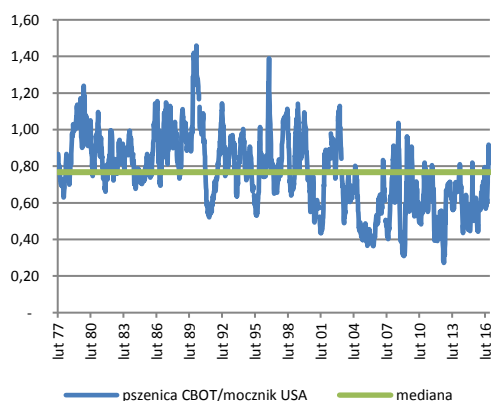
Ceny kukurydzy [USD/100bu]- prognoza 2018-2020

Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Na podstawie krzywej futures

Rynek zbóż a nawozowy

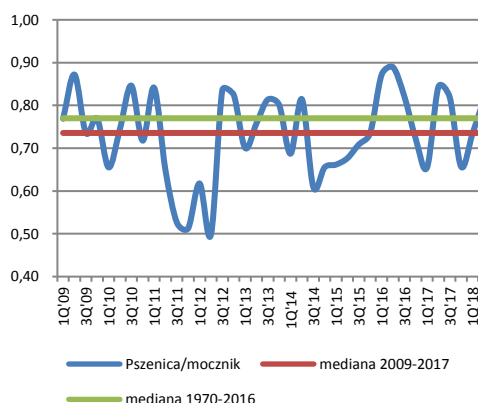
Ponad połowa zużycia nawozów azotowych przypada na zboża (17% pszenica, 16% ryż, 17% kukurydza, 5% inne). Ok. 16% przypada na owoce/warzywa, a ok 9% pochłania uprawa roślin oleistych (rzepak, soja, bawełna etc). W rezultacie głównym czynnikiem determinującym ceny nawozów są notowania zbóż. Na przykładzie mocznika korelacja cen z pszenicą czy kukurydzą od lat '70 kształtowała się na poziomie ponad 80%. Czym droższe zboża, tym rolnicy osiągają wyższą rentowność swojej produkcji, co umożliwia firmom nawozowym przenoszenie cen na klientów.

Relacja pszenica/mocznik długoterminowa



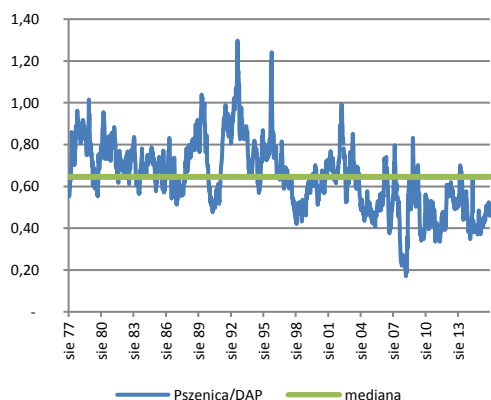
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/mocznik krótkoterminowa



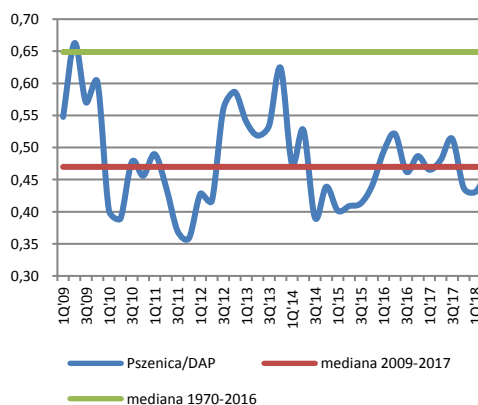
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP długoterminowa



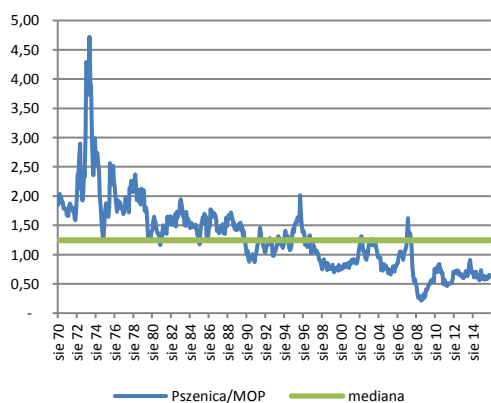
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP krótkoterminowa



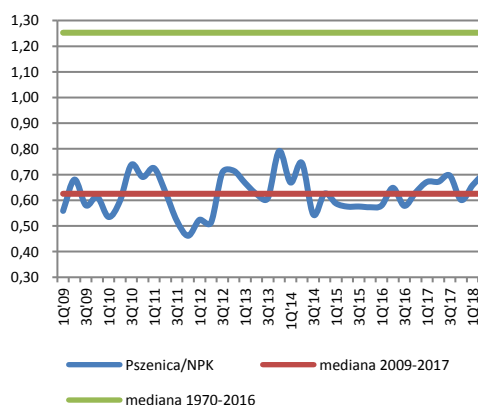
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) długoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) krótkoterminowa

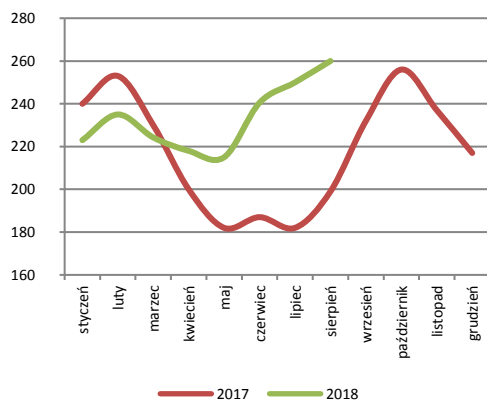


Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Notowania podstawowych nawozów w sierpniu'18- wyraźne odbicie q/q

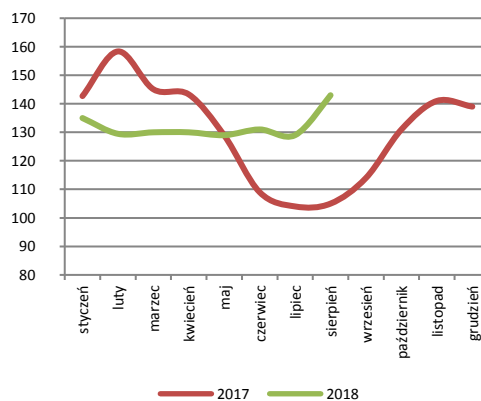
Początek 3Q'18 (lipiec-sierpień) przyniósł wyraźne odbicie cen nawozów (+14% dla mocznika, +8% dla AN +5% dla DAP vs 2Q'18). Największe zmiany (+23% r/r) odnotowano na amoniaku. Na razie jednak są to zmiany zbyt małe, żeby zrównoważyć wzrost cen surowców i kosztów emisji.

Mocznik 2017-2018 [USD/t]



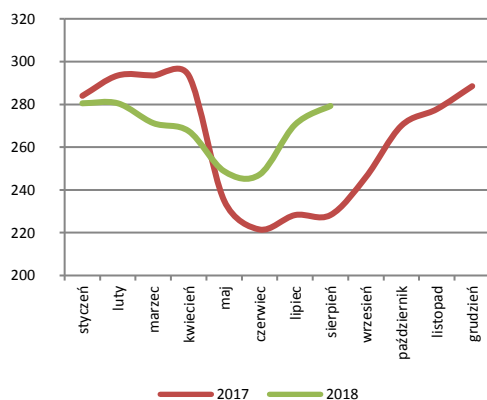
Źródło: BDM S.A. spółka

RSM 2017-2018 [USD/t]



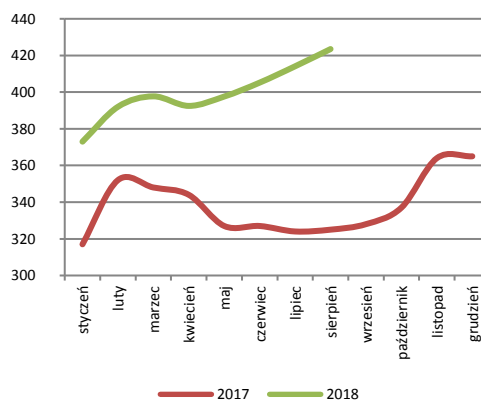
Źródło: BDM S.A. spółka

Saletra amonowa 2017-2018 [EUR/t]



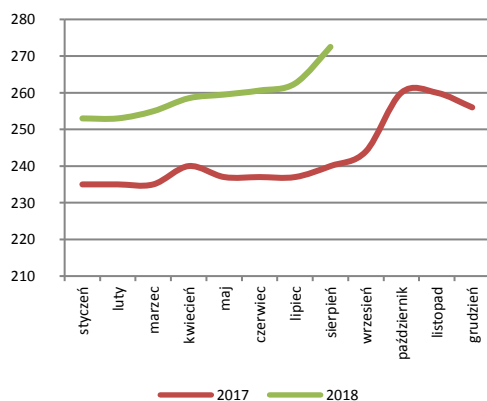
Źródło: BDM S.A. spółka

DAP 2017-2018 [USD/t]



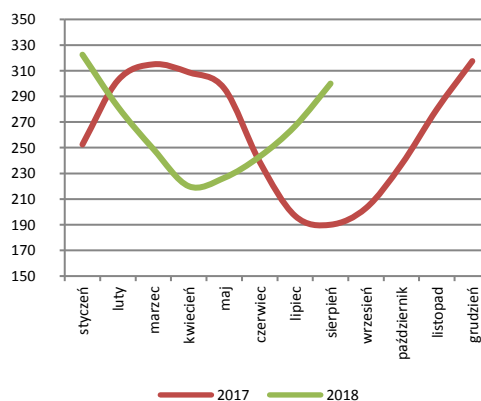
Źródło: BDM S.A. spółka

NPK 2017-2018 [USD/t]



Źródło: BDM S.A. spółka

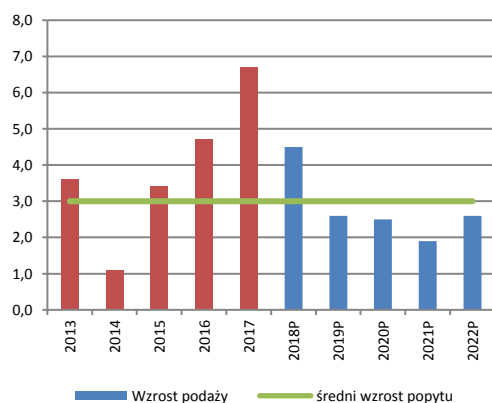
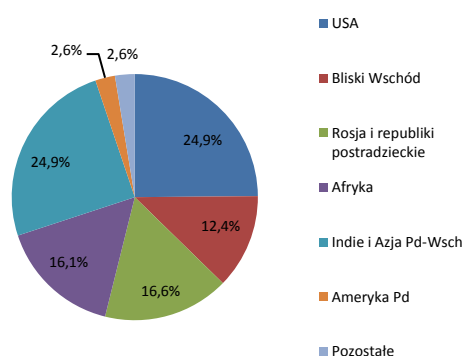
Amoniak 2017-2018 [USD/t]



Źródło: BDM S.A. spółka

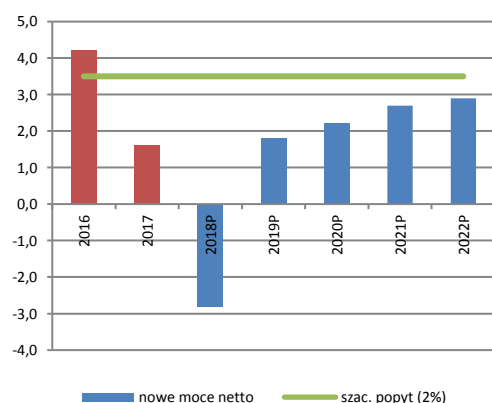
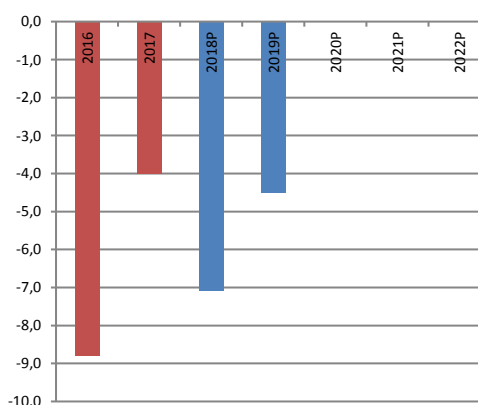
Korzystniejszy bilans na globalnym rynku mocznika 2018-2020

- w latach 2018-2020 przybędzie blisko 10 mln ton nowych mocy mocznika na świecie vs 15 mln ton w latach 2015-2017;
- w latach 2018-2020 ocenia się, że trwale wyłączonej może zostać ok. 12 mln ton, gł. w Chinach, czyli więcej niż nowych inwestycji (10 mln ton);
- okres 2015-2017 charakteryzował się dużym wzrostem globalnych zdolności produkcyjnych mocznika (ok. 22 mln ton wzrostu netto- po zamknięciach) przyczyniać się do spadku cen z powyżej 300 USD/t (4Q'14) do poniżej 200 USD/t (2Q'17);
- eksport mocznika z Chin od 2015 roku zmalał z rekordowego poziomu blisko 14 mln ton o ok. 11 mln ton rocznie ('18 YTD);
- w 1H'18 eksport mocznika z Chin wyniósł 0,71 mln ton vs 2,77 mln ton rok temu (-74% r/r);
- dotychczas Chiny były zdecydowanie największym producentem (>70 mln ton) i eksporterem (4-14 mln ton) mocznika na świecie;

Oczekiwana nowa podaż mocznika na świecie [mln ton]***Geografia nowych mocy produkcyjnych 2016-2019***

Źródło: BDM, CRU za Yara czerwiec 2018. *- brutto, bez uwzględniania Chin

Źródło: BDM, CRU za Yara 2017. *- bez uwzględniania Chin

Oczekiwana podaż netto* mocznika na świecie [mln ton]**Oczekiwane zamknięcia mocy mocznika [mln ton]**

Źródło: BDM, Fertecon, CRU za CF Industries sierpień 2018. *- netto, z uwzględnieniem Chin.

Źródło: BDM, Fertecon, CRU za CF Industries sierpień 2018.

Wyłączenia energochłonnych mocy produkcyjnych w Chinach- kontynuacja 2018-2020

We wrześniu 2013 Chiny ogłosiły pięcioletni Plan Prewencji i Kontroli Zatrucia Powietrza na lata 2013-2017. Plan dotyczył zakazu budowy elektrowni węglowych w najbardziej zanieczyszczonych regionach czy zamknięcia starych hut stali. Nadrzędnym celem miała być redukcja zanieczyszczeń PM 2.5 o ponad 30% do ok. 60 ug/m3 w największych klastrach miejskich m.in. Pekinu czy delty Jangcy .

W zatwierdzonym w marcu 2016 roku 13-stym, 5-letnim (2016-2020) Planie Rozwoju Chin, część X (rozdziały 42-48) została poświęcona dbaniu o ekosystem i środowisko. Jednym z celów jest m.in. 80% dni w roku z czystym powietrzem czy redukcja PM 2.5 o 18% vs 2015 rok.

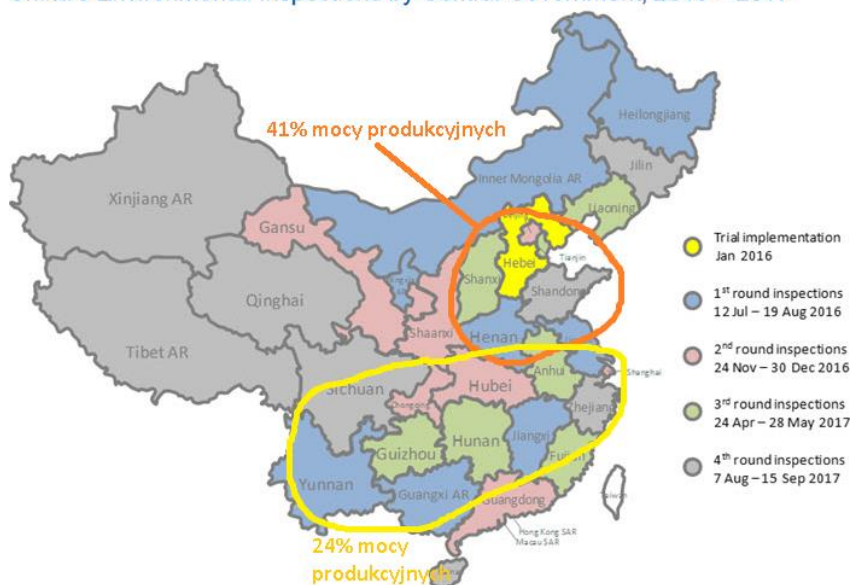
Cele emisji w niektórych chińskich miastach udało się spełnić w 2017 roku wskutek masowych kontroli środowiskowych w energochłonnych branżach gospodarki w okresie zimowym. Statystyki ICIS za 2017 rok mówią nawet o 40% czasowo wyłączonych instalacji i 80 tys. fabryk obciążonych karami za przekroczenie poziomu emisji. Obszary, których dotknęły kontrole odpowiadają za ok. 65% (dane CRU) zdolności produkcyjnych mocznika w Chinach. Kontrole mają być kontynuowane w 2018 roku.

W marcu 2018 roku Minister Środowiska Chin zapowiedział zaostreżenie celów emisji w 3-letnim planie 2018-2020. W lipcu 2018 roku podano więcej szczegółów na ten temat. Oficjalnie nie pojawił się nowy cel ilościowy, natomiast regulacje zostały rozszerzone na miasta dotychczas nie objęte tym programem. W praktyce oznaczać ma to bardziej rygorystyczne kontrole m.in. w prowincji Shaanxi (szerzej równiny Fen-Wei) słynącym również z dużej koncentracji kopalń i przemysłu ciężkiego.

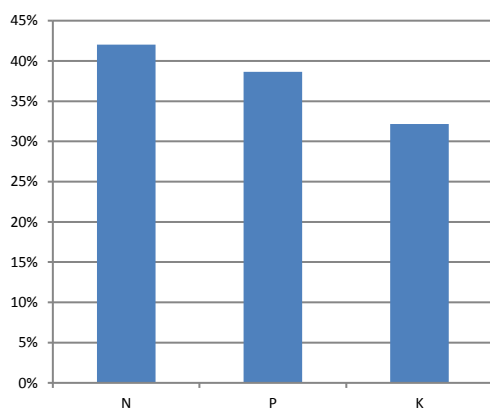
Chiny stanowią >40% globalnej produkcji/konsumpcji mocznika na świecie. Do 2016 roku dominowały w eksporcie tego nawozu. Ponad 80% produkcji pochodzi z węgla/antracytu wobec „gazowej” produkcji w EU i USA. Kraj odgrywa więc kluczową rolę w kształtowaniu cen nawozów na świecie.

Kontrole środowiskowe w Chinach 2016-2017 i zdolności prod. mocznika

China's Environmental Inspections by Central Government, 2016 – 2017

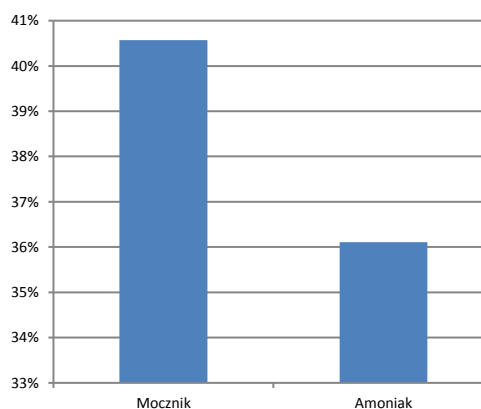


Udział Chin w światowej konsumpcji nawozów



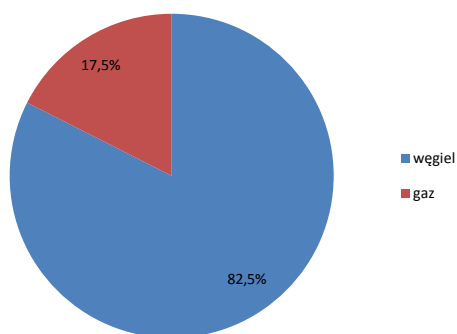
Źródło: BDM, IFA za Yara 2014. W przeliczeniu na składnik.
N- nawozy azotowe, P- nawozy fosforowe, K- nawozy potasowe

Udział Chin w światowej produkcji mocznika i amoniaku



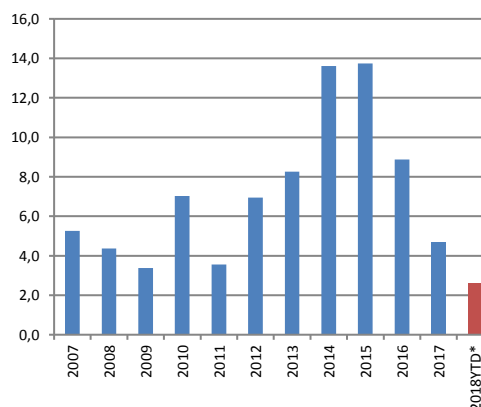
Źródło: BDM, IFA za Yara 2015

Technologia produkcji mocznika w Chinach



Źródło: BDM, Yara

Eksport mocznika z Chin [mln ton]



Źródło: BDM, Bloomberg.

WYNIKI 2Q'18

Wyniki za 2Q'18 okazały się zbieżne z szacunkami publikowanymi 11.08 i jednocześnie wyraźnie słabsze od naszych pierwotnych założeń i konsensusu. Źródłem rozczarowania był oczywiście segment nawozowy, który wygenerował ok. 68 mln PLN straty EBITDA (nie pamiętamy tak słabego kwartału w historii) wobec oczekiwanych zysków. Lepszy okazał się wynik tworzyw (60 mln PLN), a przyzwoity chemii (91 mln PLN). One offs w EBITDA wyniosły ok. -6,7 mln PLN (odpisy RAT- Puławy). One-offs w działalności finansowej to ok. -52 mln PLN (strata na sprzedaży inwestycji finansowych- AFRIG). CFO wyniósł 311,7 mln PLN vs 90 mln PLN przed rokiem, a CAPEX 257 mln PLN vs 271 mln PLN przed rokiem. W rezultacie dług netto nieznacznie spadł do 658 mln PLN (697 mln PLN w 1Q'18).

W komentarzu do perspektyw wynikowych spółka wskazuje na systematyczny wzrost cenników nawozów azotowych przez kluczowych producentów w UE i kontynuację trendu wzrostowego na nawozach wieloskładnikowych. W obszarach pozanawozowych spółka wskazuje na historyczny szczyt notowań bieli tytanowej w 2Q'18 i prawdopodobny spadek cen w olejnych miesiącach (przywrócenie mocy fińskiej fabryki Pori). Z drugiej strony oczekiwany jest wzrost kosztów surowców tytanonośnych (ilmenit/szlaka tytanowa) z uwagi na wyłączone instalacje w Chinach. W przypadku melaminy spółka wskazuje na nowe zdolności produkcyjne w Chinach mogące przyczynić się do korekty cenowej. W OXO spółka zwiększa zdolności produkcyjne DOTP (nieftalanowy plastifikator) o 15 tys. ton rocznie (2H'18). Kluczowy surowiec czyli gaz powinien utrzymać się na dotychczasowym poziomie do 1Q'19. Dopiero wtedy oczekiwane są spadki cen.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18	zmiana r/r	2Q'18 szac.	różnica	2Q'18P BDM*	różnica	2Q'18P konsens	różnica
Przychody	2 182,3	2 379,9	9,1%	2 379,9	0,0%	2 232,8	6,6%	2 240,8	6,2%
Wynik brutto na sprzedaży	490,0	333,4	-32,0%			422,9	-21,2%		
EBITDA	261,3	125,7	-51,9%	125,7	0,0%	178,4	-29,5%	193,7	-35,1%
EBITDA Adj.	276,6	132,5	-52,1%	132,5	0,0%	185,1	-28,4%	193,7	-31,6%
EBIT	123,2	-42,0	-134,1%			17,9			
Zysk brutto	120,1	-68,9	-157,3%			-19,7			
Zysk netto	104,5	-48,3	-146,2%	-39,8		-7,4		19,6	
Zysk netto adj.	119,8	-19,3	-116,1%	3,3	-689,1%	-0,6		19,6	-198,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,5%	14,0%				18,9%			
Marża EBITDA Adj.	12,7%	5,6%		5,6%		8,3%		8,6%	
Marża EBIT	5,6%	-1,8%				0,8%			
Marża zysku netto adj.	5,5%	-0,8%		0,1%		0,0%		0,9%	
					-51,00				
P/E 12m		10,2							
EV/EBITDA adj. 12m		3,6							

Źródło: BDM, spółka. Prognoza BDM i konsensus sprzed publikacji szacunków (11.08.18)

Na konferencji wynikowej po 2Q'18 przedstawiciele spółki wskazywali na niską wycenę rynkową na tle konkurencji (prezes sugerował nawet wykup 100% akcji ale bez zwiększania zaangażowania w pozostałych spółkach zależnych). CAPEX (plan na '18 1,6 mld PLN) może być przedmiotem analiz w 2H'18 (po 1H'18 wykonanie 445 mln PLN). Na 2019 rok grupa planuje porównywalne nakłady. W 2Q'19 mają być wybrane banki dla Polimery Police (projekt PDH+PP).

Sytuacja surowcowa: na konferencji przedstawiciele spółki informowali o wieloletniej umowie na dostawy energii elektrycznej ze stałymi cenami i rocznym indeksowaniu cen w umowach na dostawy węgla (w '18 wzrost cen sięga ok. 10% w ZAP i nawet 30% r/r w pozostałych spółkach). W przypadku gazu spółka ma formułę bliska notowaniom TTF (obecnie 26 EUR/MWh vs 16-17 EUR/MWh przed rokiem). Szacujemy, że grupa zużywa ok. 1,4 mln ton węgla rocznie, 2,4 TWh energii i 24-25 TWh gazu.

Spółka dostrzega ryzyko istotnego wzrostu cen emisji CO2 (obecnie 21 EUR/t vs 5,8 EUR/t średnio w '17). Na razie fizycznie nie kupuje uprawnień więc koszt jest typowo księgowy. Polityka zabezpieczeń to ok. 50% deficytu praw na rok do przodu. Spółka nie chciała odpowiedzieć na pytanie co będzie po 2020 roku (ETS IV). Enigmatycznie przedstawiciele stwierdzili, że robili modele do 2030 roku i wszystko się „obroniło”. Szacujemy, że roczny deficyt uprawnień emisyjnych to ok. 3 mln ton do 2020 roku (w ETSIII spółka dostaje ok. 60% darmowych uprawnień, po 2020 roku będzie ich zdecydowanie mniej).

WYNIKI YARA 2Q'2018

Największy europejski konkurent Yara zaprezentowała 17.07.2018 dobre wyniki za 2Q'18 wskazując na poprawiający się globalny bilans na rynku mocznika w 2018/2019 roku.

W 2Q'18:

- oczyszczona EBITDA 2,6% powyżej konsensusu Bloomberg (-5% r/r);
- przychody ze sprzedaży 3,6% powyżej konsensusu Bloomberg (+16% r/r);
- spółka pokazała bardzo dobre wolumeny sprzedaży (+11% ogółem, +18% r/r w EU);
- szczyt CAPEX spółka ma za sobą;
- kurs akcji po wynikach zyskał blisko 7%;

Wybrane dane finansowe [mln USD]

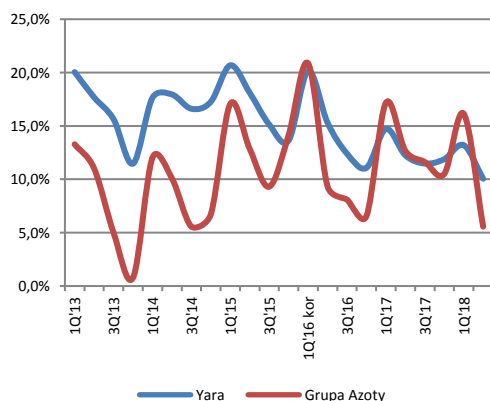
	2Q'17	2Q'18	zmiana r/r	2016*	2017*	zmiana r/r
Przychody	2 759	3 192	15,7%	11 557	11 359	-1,7%
EBITDA	352	296	-15,9%	1 851	1 342	-27,5%
EBITDA adj spółka	338	321	-5,0%	1 715	1 424	-16,9%
Zysk netto	82	-211		756	476	-37,1%
Marża EBITDA adj	12,3%	10,1%		14,8%	12,5%	
Wolumen nawozów ogółem	6 604	7 331	11,0%	27 222	27 763	2,0%
w tym do Europy	2 039	2 413	18,3%	9 418	9 157	-2,8%

Źródło: BDM, spółka. *- dane przeliczone z NOK na USD po średnim kursie USD/NOK

Optymistyczny outlook 2018-2019

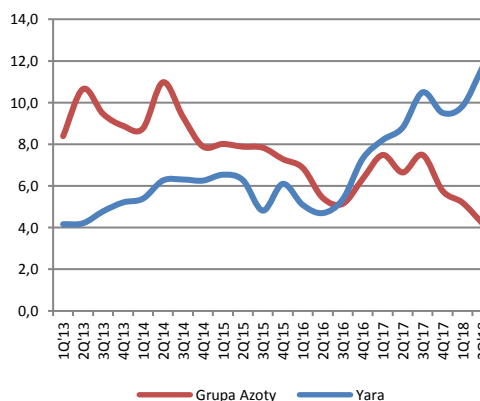
- po 2018 roku globalny bilans popyt-podaż mocznika wyraźnie się poprawi, nie ma wyraźnego wzrostu zdolności produkcyjnych, a obecne ceny nie dają ekonomicznych powodów do rozpoczynania takich inwestycji;
- po 2018 roku oczekiwany jest wzrost popytu na mocznik w porównaniu z poziomem z ostatnich 3 lat; globalne zapasy zbóż są relatywnie niskie, potrzebny jest wzrost produkcji żeby zrównoważyć popyt;
- Yara spodziewa się wyższych r/r kosztów gazu w 2H'18;

Marża EBITDA adj. Yara vs Grupa Azoty [%]



Źródło: BDM S.A., spółki

EV/EBITDA Yara vs Grupa Azoty* [x]



Źródło: BDM S.A., spółki. *- kursy akcji z końca okresu (2Q'18 bieżący kurs).

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

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

Na 2018 rok spółka zaplanowała ok. 1,6 mld PLN CAPEX vs 1,07 mld PLN w '17. Po 1H'18 realizacja planu wyniosła niecałe 30% (0,45 mld PLN). Oczekujemy, że do końca roku będzie to w okolicy 1,3-1,4 mld PLN.

W bazowym scenariuszu oczekujemy jeszcze ok. 3,3 mld PLN nakładów w okresie strategii (2018-2020), co łącznie da ponad 8 mld PLN CAPEX w '13-'20.

W bazowym scenariuszu uwzględniamy wszystkie projekty inwestycyjne, o których spółka informowała w swoich raportach okresowych bez projektów typu zgazowanie węgla w Kędzierzynie (potencjalny nakład 0,4-0,6 mld EUR) czy węglowej EC100 w Puławach (ok. 0,9 mld PLN). Wskazujemy jednak, że inwestycje te mogą obciążyć cash flow dopiero po 2020 roku. Projekt Polimery Police (PDH+PP) uwzględniamy w osobnej wycenie (SPV).

Najbardziej kapitałochłonne projekty inwestycyjne realizowane w 2018 roku to:

- instalacja produkcji propylenu metodą PDH wraz z jednostką polipropylenową (budżet 1,27 mld EUR, 2015-2022P)- uwzględnione w osobnej wycenie DCF;
- granulacja mechaniczna nawozów i modernizacja instalacji kwasu azotowego (+nowa linia) w Puławach (łącznie 1,1 mld PLN z czego do wydania jeszcze 0,87 mld PLN (2018-2024P);
- modernizacja kotła parowego w Puławach w celu dostosowania do IED (budżet 93 mln PLN);
- modernizacja instalacji amoniaku w Kędzierzynie (budżet 180 mln PLN, 2017-2020P);
- węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII w Kędzierzynie (budżet 181 mln PLN, 2013-2018P);

Potencjalne duże projekty inwestycyjne, o których spółka nie informuje w RO, a uwzględniliśmy je w wycenie:

- II etap elektrociepłowni w Kędzierzynie (szacowany budżet >400 mln PLN, 2019-2021P);

Potencjalne duże projekty inwestycyjne, o których spółka nie informuje w RO i NIE uwzględniliśmy w wycenie:

- Elektrociepłownia w Puławach 100 MWe/300 MWt (budżet 890 mln PLN, 2018-2022P);
- zgazowanie węgla w Kędzierzynie (Projekt z Tauronem, LI wygaś, budżet 400-600 mln EUR, 2020-2022P);

Zmiany w planach inwestycyjnych (vs luty 2018 i poprzednie RO spółki):

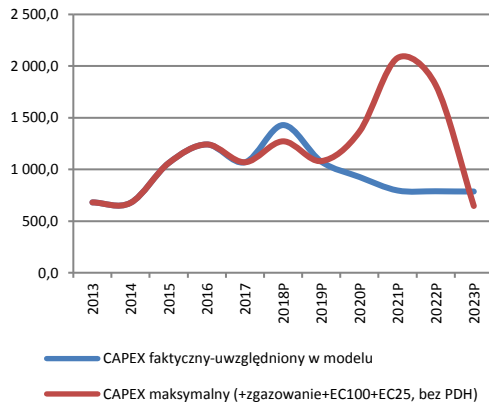
- uwzględniliśmy II etap elektrociepłowni w Kędzierzynie, co podniosło CAPEX na lata 2019-2021P;
- przesunęliśmy projekt inwestycyjny modernizacji i budowy linii kwasu azotowego w Puławach z 2023 na 2024 rok, o czym spółka informowała w RO za 1H'18 (do 1Q'18 w raportach pojawiała się data 2021 rok);
- uwzględniliśmy całkowity budżet inwestycji Polimery Police (PDH+PP) na poziomie 1,27 mld EUR (ok. 5,5 mld PLN). Wzrost wynika z uwzględnienia kosztów finansowania w okresie budowy (tzw. core CAPEX bez zmian 4,3 mld PLN). Zmiany w osobnym DCF projektu;
- łącznie całkowity CAPEX na lata 2018-2019 nie uległ większym zmianom vs projekcje z lutego 2018 (pojawiało się kilka, mniejszych inwestycji modernizacyjnych);

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	RAZEM
intensyfikacja zdolności prod. amoniaku	ATT	45	4	40									44
IOS	ATT	45	11	22	12								45
Instalacja odazotowania	ATT	45	17	25	2								44
Turbozespół 20 MW w EC	ATT	63	26	20	9								55
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	337	86	149	100								335
Granulacja mechaniczna II	ATT	142	36	82	20								137
Budowa nowego stokażu kwasu azotowego (etap I)	ATT	13		8	5								13
wytwórnia katalizatora żelazowo-chromowego	ATT	27		25									25
Chemiczne Centrum Technologii i Rozwoju	ATT	74			20	54							74
Zagospodarowanie gazów z instalacji syntezy amoniaku	ATT	23			5	18							23
Intensyfikacja instalacji kwasu azotowego	ATT	60			10	50							60
Centrum logistyczne ATT Polymers	ATT	32			17	15							32
Zwiększenie mocy POM	ATT	120				60	60						120
Pozostałe Tarnów	ATT		60	24	28	109	110	109	109	115	122	129	915
Wymiana turbozespołu TG2	ZAP	99		11	45	43							99
EC 100 MWe/300 MWt**	ZAP	890				18	89	134	312	338			890
Kwas azotowy	ZAP	695		1	74	55	100	100	100	100	100	65	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385	9	43	85	131	70	47					385
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	ZAP	35			10	20	5						35
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	ZAP	24			5	10	9						24
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	ZAP	7			4								4
Modernizacja kotła parowego OP215 w celu redukcji NOx	ZAP	93			1	44	30	18					93
Modernizacja sieci wody obiegowej w zakładzie amoniaku	ZAP	24			5	5	5	9					24
Inwestycje GZNF (łącznie)	ZAP	12			6	7							12
Pozostałe ZAP	ZAP			212	175	180	170	170	170	170	170	170	1 587
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	30	15						55
Kompresor gazu surowego (GHH)	ZAK	32		2	10	10	9						32
Modernizacja oczyszczalni biologicznej	ZAK	16		9	5	2							16
Modernizacja węzła sprężania gazu dla wytwórni amoniaku	ZAK	180			10	55	55	60					180
Zgazowanie węgla (+Tauron)**	ZAK	2 100						315	945	840			2 100
Pozostałe ZAK	ZAK		127	76	107	112	113	117	117	117	117	117	1 121
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	291	25	41	41	74							181
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	157	61	83	7								151
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego DA-HF	PCE	74	3	25	25	21							74
Zakup AFRIG (III transze)	PCE	103		71									71
Poszukiwanie fosforytów	PCE		24	23									47
Rozwój logistyki II etap	PCE	30	8	17	4								30
Modernizacja turbozespołu TUP-12	PCE	16		1	10	5							16
Wymiana suszarni nawozów	PCE	12			1	11							12
Wykonanie i wymiana wymienników ciepła na instalacji amoniaku	PCE	16					16						16
Wymiana wieży WA II Ciąg 7	PCE	14					14						14
PDH+polipropylen*	PCE	5 443	33	57	18	94	273	1 092	1 638	2 239			5 443
Pozostałe PCE	PCE		118	78	147	124	120	121	121	121	122	122	1 194
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	10	15	15	15	15	15	15	118
RAZEM		12 641	862	1 192	1 111	1 372	1 353	2 457	3 717	4 056	646	619	17 384
RAZEM (bez PDH, EC90, zgazowania)		4 208	829	1 135	1 093	1 261	991	916	822	639	646	619	8 951
+ WNIP			876,8	1 119,1	1 071,2	1 289,6	1 022,0	951,0	857,0	673,6	680,7	653,6	9 195
faktyczny			1 061,8	1 241,7	1 069,1	1 428,9	1 075,7	926,9	796,0	788,4	785,8	781,8	9 956

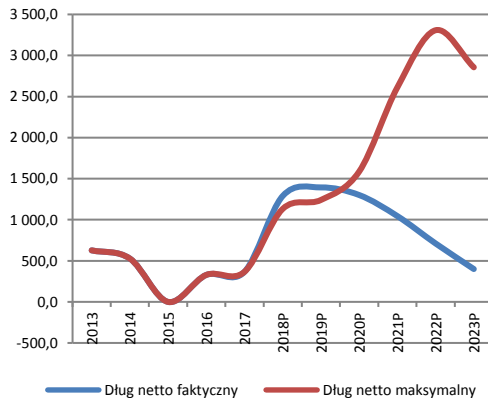
Źródło: BDM S.A., Spółki. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF. **- nieuwzględnione w cash flow spółki i wycenie

CAPEX faktyczny a maksymalny [mln PLN]



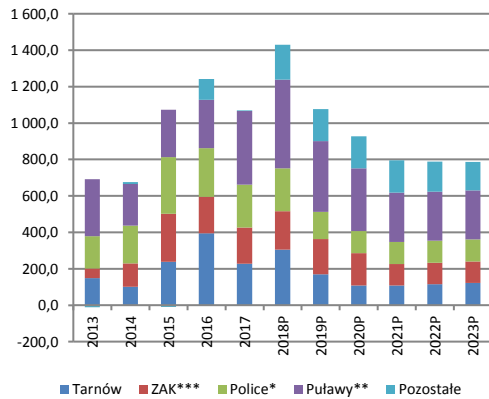
Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne

Dług netto faktyczny a maksymalny [mln PLN]



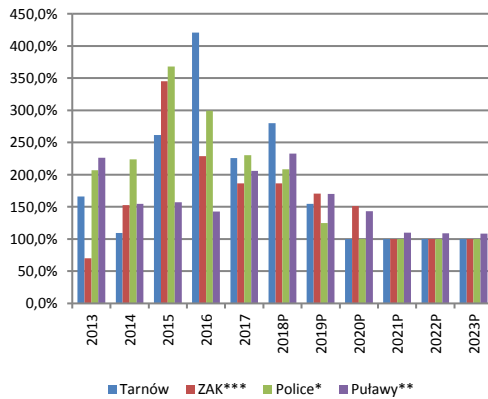
Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne

CAPEX ujęty w modelu w podziale na spółki [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne.*- bez uwzględnienia PDH+PP (osobny projekt). **- bez uwzględnienia EC100. ***- bez uwzględnienia zgazowania węgla.

CAPEX/amortyzacji w modelu w podziale na spółki



Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne.*- bez uwzględnienia PDH+PP (osobny projekt). **- bez uwzględnienia EC100. ***- bez uwzględnienia zgazowania węgla.

PRZEJĘCIE COMPO EXPERT

Opis transakcji

Dn. 07.09.2018 Grupa Azoty podpisała warunkową umowę nabycia 100% kapitału zakładowego niemieckiej spółki Goat TopCo (kontrolującą spółki Compo Expert) za cenę nie wyższą niż 235 mln EUR.

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

Wg komunikatu spółka miała w roku obrotowym 2016/2017 (kończy się we wrześniu) ok. 333 mln EUR sprzedaży i 30 mln EUR EBITDA skorygowanej o zdarzenia jednorazowe

Spółka nie podała wielu szczegółów odnośnie Compo Expert. Nie znamy nawet zadłużenia przejmowanego podmiotu. Szacujemy, że nie jest one niskie. Wiemy, że w 2011 roku zadłużenie netto sięgało 55 mln EUR i obecnie, z uwagi na skalę inwestycji w latach 2013-2017 (90 mln EUR), powinno być wyższe.

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

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

Finalizacja transakcji nastąpi po wyrażeniu zgody NWZA (08.10.2018) oraz uzyskaniu niezbędnych zgód urzędów antymonopolowych, co powinno nastąpić nie wcześniej niż w 4Q'18 i nie później niż w 1Q'19.

Historia COMPO

1956	założenie spółki w Munster;
1967	Salzdetfurth AG (prekursor K+S) przejmuje 50% udziałów;
1971	50% nabywa Wintershall (BASF);
1986	BASF staje się jedynym akcjonariuszem spółki;
1999	spółka zostaje sprzedana do K+S za 420 mln DM;
Marzec 2011	spółka zostaje sprzedana do funduszu PE Triton za 205 mln EUR (miała wówczas 55 mln EUR długu netto)
Maj 2015	<u>część produkcyjna spółki Compo (Expert) zostaje sprzedana do funduszu PE XIO Group;</u>
Kwiecień 2016	część konsumencka spółki Compo (Consumer) zostaje sprzedana do chińskiego producenta Kingenty;
Wrzesień 2017	<u>Compo Expert zostaje sprzedane do Grupy Azoty za 235 mln EUR;</u>

Historia akwizycji Grupa Azoty

Prezjmowany	Data	Sprzedający	Udziały	Cena/udział PLN/akcję	Wartość transakcji	Cena/100%	EBITDA w roku przejęcia	Dług netto w roku przejęcia	EV/EBITDA
Unylon Polymers	1Q'10	Unylon	100,0%		40,0	40,0			
ZA Kędzierzyn	4Q'10	objęcie nowej emisji	52,6%	5,0	150,0	285,1	126,4		2,3
	3Q'11	MSP	40,9%	8,6	200,1	489,7	347,8		1,4
ZCh Police	3Q'11	wezwanie GPW	66,0%	11,5	569,3	862,5	322,1	189,6	3,3
	3Q'12	wezwanie GPW	10,3%	110,0	216,6	2 102,7	620,5	-420,8	2,7
ZA Puławy	1Q'13	wymiana akcji 2,5:1 ATT (emisji 35 mln akcji)	73,4%		1 929,4	2 628,6	478,3	-379,0	4,7
	1Q'13	wezwanie GPW	12,2%	132,6	309,2	2 534,6	478,3	-379,0	4,5
Siarkopol	4Q'13	MSP	85,0%		320,0	376,5	19,6	-67,9	15,8
Compo Expert	3Q'18	XIO Group	100,0%		1 011,9	1 011,9	127,8		7,8

Źródło: BDM, spółki

REALIZACJA STRATEGII

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

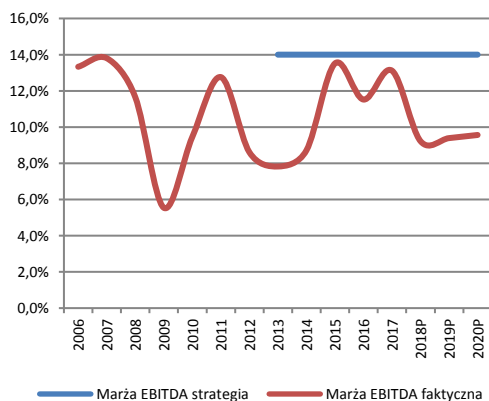
W maju '17 przy okazji prezentacji wyników za 2016 i 1Q'17 pojawił się dokument „aktualizacja strategii do 2020 roku”. Kluczowe cele spółki zostały podtrzymane (marża EBITDA/EBIT 14/8%). Obniżeniu uległ cel ROE z 12% na 10% i ROCE z 14% na 10%. Stopa wypłaty dywidendy określa tylko górną granicę 60%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

Strategiczne cele Grupy Azoty do 2020 roku

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

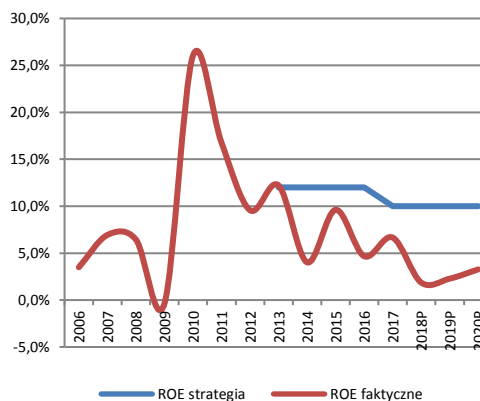
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

Marża EBITDA- założenia BDM vs strategia [%]



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

ROE- założenia BDM vs strategia [%]



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

Główne założenia kwartalne

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	465,5	470,5	405,5	403,1	429,4	435,2	455,3	423,0	454,2	497,8	497,0	522,0
Pszenica [USD/t]	171,0	172,9	149,0	148,1	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	182,6	191,8
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	75,3	78,2
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	12,7	13,2	13,1	17,3	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	28,9
[USD/MMBTU]	4,1	4,4	4,3	5,5	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	9,9
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	21,8	19,7	18,1	18,8	21,2	23,4	21,7					
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	299,1	218,8	209,0	229,4	290,3	250,0	234,2	278,8	277,4	254,5	274,9	280,0
Saletrzak [EUR/t]	226,5	168,5	151,1	171,6	209,2	169,9	165,0	195,8	191,7	171,4	200,9	204,6
Siarczan amonu [USD/t]	131,3	124,9	103,2	114,8	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	131,3	126,9
Mocznik [USD/t]	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	260,0	280,0
RSM [USD/t]	135,9	129,0	113,5	124,3	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	140,2	145,8
NPK [USD/t]	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	269,2	270,0
DAP [USD/t]	346,7	331,7	322,3	304,3	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	420,9	440,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 428,5	1 530,8	1 540,8	1 549,2	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 087,4	2 147,5	2 132,8	2 157,5	2 100,0
Poliamid [EUR/t]	1 475,0	1 520,0	1 541,7	1 535,0	2 033,3	2 305,0	2 131,7	2 138,3	2 205,0	2 205,0	2 205,0	2 184,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 248,3	1 193,3	1 207,0	1 254,3	1 332,7	1 434,3	1 381,7	1 339,0	1 345,3	1 343,3	1 340,0	1 382,0
2EH [EUR/t]	840,3	857,7	888,0	929,0	991,3	1 192,7	1 105,7	1 067,0	1 071,0	1 132,3	1 236,5	1 275,2
Melamina [EUR/t]	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0	1 441,7	1 491,7	1 533,3	1 569,3	1 620,0	1 650,0	1 655,0	1 600,0
Biel tytanowa [EUR/t]	1 955,0	1 971,7	2 105,0	2 155,0	2 230,0	2 373,3	2 720,0	2 845,0	2 915,0	2 965,0	2 953,0	2 805,4
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	125,7
Sól potasowa [USD/t]	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	246,7	270,0
Siarka* [USD/t]	142,0	117,3	105,0	96,0	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	126,1
Benzen [USD/t]	553,2	594,5	619,3	610,3	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	767,1	791,1
Węgiel [PLN/t]	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7	303,3	303,3	303,3	303,3
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5

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'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Przychody	2 263,8	1 931,8	1 726,5	2 091,0	2 411,9	2 034,3	2 053,6	2 448,1	2 364,7	2 320,8	2 273,3	2 750,8
Nawozy	1 503,7	1 073,1	984,1	1 231,7	1 368,7	1 084,9	1 077,5	1 397,5	1 174,5	1 145,3	1 172,0	1 523,3
wieloskładnikowe	491,0	419,1	400,8	424,3	447,7	402,0	347,0	466,9	336,6	401,0	403,6	578,6
saletrzone	639,6	347,9	357,0	493,3	581,1	334,6	419,1	572,8	487,8	413,9	496,4	601,9
mocznik	257,8	150,8	121,3	204,5	195,8	221,9	209,1	261,3	254,9	174,0	149,6	224,7
siarczan amonu	29,9	50,9	31,2	43,7	43,8	23,3	41,9	30,4	25,8	40,2	46,9	45,8
RSM	85,4	104,4	73,8	65,9	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	75,5	72,2
Tworzywa	262,3	298,5	253,1	267,6	425,2	366,1	371,8	404,8	507,3	527,8	465,6	471,0
Poliamidy	179,1	190,4	166,2	164,1	261,5	261,6	249,9	267,7	376,7	400,8	319,0	327,5
Kapolaktam	83,2	108,1	86,9	103,4	163,7	104,5	121,9	137,1	130,6	127,1	146,6	143,4
Chemia	474,5	532,8	474,1	562,3	594,9	561,4	587,7	621,2	643,8	627,0	619,1	731,9
Alkohole	115,4	142,4	123,3	170,7	162,7	152,0	191,1	184,4	177,8	175,5	184,0	225,8
Plastyfikatory	60,8	62,3	44,4	70,0	76,6	61,9	60,0	65,6	73,5	60,5	53,1	69,4
Melamina	100,0	116,0	109,0	118,0	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	141,7	168,6
Mocznik techniczny	51,0	52,0	54,0	57,0	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	56,2	73,6
Pigmenty	71,1	85,4	79,9	71,6	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	112,7	105,0
Udział %												
Nawozy	66,4%	55,5%	57,0%	58,9%	56,7%	53,3%	52,5%	57,1%	49,7%	49,3%	51,6%	55,4%
wieloskładnikowe	21,7%	21,7%	23,2%	20,3%	18,6%	19,8%	16,9%	19,1%	14,2%	17,3%	17,8%	21,0%
saletrzone	28,3%	18,0%	20,7%	23,6%	24,1%	16,4%	20,4%	23,4%	20,6%	17,8%	21,8%	21,9%
mocznik	11,4%	7,8%	7,0%	9,8%	8,1%	10,9%	10,2%	10,7%	10,8%	7,5%	6,6%	8,2%
siarczan amonu	1,3%	2,6%	1,8%	2,1%	1,8%	1,1%	2,0%	1,2%	1,1%	1,7%	2,1%	1,7%
RSM	3,8%	5,4%	4,3%	3,2%	4,2%	5,1%	2,9%	2,7%	2,9%	5,0%	3,3%	2,6%
Tworzywa	11,6%	15,4%	14,7%	12,8%	17,6%	18,0%	18,1%	16,5%	21,5%	22,7%	20,5%	17,1%
Poliamidy	7,9%	9,9%	9,6%	7,8%	10,8%	12,9%	12,2%	10,9%	15,9%	17,3%	14,0%	11,9%
Kapolaktam	3,7%	5,6%	5,0%	4,9%	6,8%	5,1%	5,9%	5,6%	5,5%	5,5%	6,4%	5,2%
Chemia	21,0%	27,6%	27,5%	26,9%	24,7%	27,6%	28,6%	25,4%	27,2%	27,0%	27,2%	26,6%
Alkohole	5,1%	7,4%	7,1%	8,2%	6,7%	7,5%	9,3%	7,5%	7,5%	7,6%	8,1%	8,2%
Plastyfikatory	2,7%	3,2%	2,6%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,7%	3,1%	2,6%	2,3%	2,5%
Melamina	4,4%	6,0%	6,3%	5,6%	4,9%	5,3%	5,7%	5,4%	5,6%	5,5%	6,2%	6,1%
Mocznik techniczny	2,3%	2,7%	3,1%	2,7%	2,9%	3,3%	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	2,5%	2,7%
Pigmenty	3,1%	4,4%	4,6%	3,4%	3,7%	4,8%	4,8%	4,1%	4,6%	4,7%	5,0%	3,8%
Przychody	2 263,8	1 931,8	1 726,5	2 091,0	2 411,9	2 034,3	2 053,6	2 448,1	2 364,7	2 320,8	2 273,3	2 750,8
GK ZAT	436,2	357,1	365,7	393,4	478,8	377,2	408,4	417,1	476,4	430,1	484,8	526,4
GK ZAK	441,0	411,0	379,0	465,0	483,0	394,0	442,0	502,0	495,0	434,0	447,1	528,0
GK Police	686,7	605,2	548,7	577,0	699,5	650,4	531,3	718,4	615,0	630,4	587,8	899,5
GK Puławy	951,0	808,4	710,4	875,3	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	797,4	896,0
Siarkopol	81,4	68,3	50,9	54,6	63,6	60,5	46,8	55,5	68,9	77,1	71,4	82,0
EBITDA	516,7	177,4	143,9	110,0	452,8	261,3	255,3	217,4	403,2	125,7	161,5	195,3
GK ZAT	56,2	-6,9	4,5	-15,1	80,4	58,8	60,7	45,1	86,0	22,4	54,6	30,9
GK ZAK	104,0	50,0	18,2	30,0	81,0	20,0	61,0	49,0	75,0	16,0	23,4	32,2
GK Police	106,3	29,3	33,6	-9,7	84,0	92,9	44,8	8,8	68,3	25,2	30,6	41,2
GK Puławy	226,7	116,6	65,3	80,9	203,6	78,3	83,1	133,1	158,8	30,7	48,0	81,8
Siarkopol	12,4	2,6	-4,1	-4,5	-1,0	-4,5	-8,7	-23,9	1,4	6,4	8,6	13,0
Marża EBITDA	22,8%	9,2%	8,3%	5,3%	18,8%	12,8%	12,4%	8,9%	17,1%	5,4%	7,1%	7,1%
GK ZAT	12,9%	-1,9%	1,2%	-3,8%	16,8%	15,6%	14,9%	10,8%	18,1%	5,2%	11,3%	5,9%
GK ZAK	23,6%	12,2%	4,8%	6,5%	16,8%	5,1%	13,8%	9,8%	15,2%	3,7%	5,2%	6,1%
GK Police	15,5%	4,8%	6,1%	-1,7%	12,0%	14,3%	8,4%	1,2%	11,1%	4,0%	5,2%	4,6%
GK Puławy	23,8%	14,4%	9,2%	9,2%	20,3%	9,9%	10,4%	14,8%	17,4%	3,6%	6,0%	9,1%
Siarkopol	15,2%	3,8%	-8,0%	-8,3%	-1,6%	-7,5%	-18,6%	-43,2%	2,1%	8,3%	12,1%	15,8%
Produkcja NH3	606,6	538,1	496,3	581,6	638,2	568,9	517,9	592,9	577,6	547,2	488,6	611,1
Produkcja PA6 i POM	30,3	31,2	27,1	26,6	32,2	29,4	26,9	27,0	32,9	35,3	35,9	37,0
Produkcja kaprolaktamu	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Produkcja alkoholi	37,4	44,3	36,5	48,7	45,0	35,6	46,0	47,0	46,6	42,0	39,4	47,0
Produkcja plastyfikatorów	11,2	11,9	8,5	12,7	13,3	10,2	10,2	11,6	13,1	10,6	9,2	11,6

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

Główne założenia roczne

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	436,2	435,7	492,8	559,6	595,9	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7
Pszenica [USD/t]	160,3	160,1	181,1	205,6	219,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	45,0	55,2	73,8	76,3	72,4	69,1	66,6	65,1	64,3	64,0	64,0	64,0
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	14,1	17,2	24,0	24,0	22,1	20,8	19,6	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
[USD/MMBTU]	4,6	5,7	8,3	8,4	8,1	7,8	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	19,6	22,1										
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	239,1	263,3	271,7	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Saletrzak [EUR/t]	179,4	185,0	192,1	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2
Siarczan amonu [USD/t]	118,5	125,0	128,3	114,6	119,8	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1
Mocznik [USD/t]	194,3	217,9	248,0	287,5	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
RSM [USD/t]	125,7	130,1	136,9	152,1	152,0	150,3	148,6	148,6	148,6	148,6	148,6	148,6
NPK [USD/t]	263,7	243,0	263,1	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
DAP [USD/t]	326,3	338,2	411,7	457,5	470,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 512,3	2 102,5	2 134,5	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0	1 925,0
Poliamid [EUR/t]	1 517,9	2 152,1	2 199,8	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0	2 002,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 225,8	1 371,9	1 352,7	1 320,6	1 199,2	1 114,0	1 046,5	1 022,4	1 010,0	1 004,5	1 004,5	1 004,5
2EH [EUR/t]	878,8	1 089,2	1 178,8	1 218,6	1 106,6	1 028,0	965,7	943,4	932,0	926,9	926,9	926,9
Melamina [EUR/t]	1 385,4	1 509,0	1 631,3	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 046,7	2 542,1	2 909,6	2 665,1	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	100,2	90,5	105,7	130,7	134,3	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1
Sól potasowa [USD/t]	235,3	230,3	252,2	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Siarka* [USD/t]	115,1	94,8	118,9	124,1	119,9	116,3	113,6	113,6	113,6	113,6	113,6	113,6
Benzen [USD/t]	594,3	762,0	759,1	756,0	686,5	637,7	599,1	585,3	578,2	575,1	575,1	575,1
Węgiel [PLN/t]	234,0	252,7	303,3	333,6	333,6	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	250,0	255,0	260,1	265,3	270,6	276,0	281,5

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	7 894	8 875	9 985	11 068	11 453	11 475	11 399	11 408	11 399	11 394	11 394	2 013
Nawozy	4 793	4 929	5 015	5 968	6 053	6 152	6 139	6 167	6 167	6 167	6 167	5 565
wieloskładnikowe	1 735	1 664	1 720	2 275	2 324	2 383	2 348	2 376	2 376	2 376	2 376	1 467
saletrzone	1 838	1 908	2 000	2 256	2 274	2 325	2 379	2 379	2 379	2 379	2 379	2 385
mocznik	734	888	803	893	883	859	837	837	837	837	837	328
siarczan amonu	156	139	159	157	182	197	192	192	192	192	192	404
RSM	329	330	333	388	391	387	382	382	382	382	382	0
Tworzywa	1 081	1 568	2 418	2 487	2 910	2 910	2 910	2 910	2 910	2 910	2 910	1 855
Poliamidy	700	1 041	1 424	1 371	1 616	1 616	1 616	1 616	1 616	1 616	1 616	762
Kaprolaktam	382	527	994	1 116	1 294	1 294	1 294	1 294	1 294	1 294	1 294	181
Chemia	1 925	2 292	2 451	2 512	2 388	2 311	2 249	2 230	2 221	2 216	2 216	0
Alkohole	552	690	763	770	680	631	593	579	572	569	569	565
Plastyfikatory	238	264	256	258	236	219	206	201	199	198	198	0
Melamina	443	476	569	613	632	632	632	632	632	632	632	0
Mocznik techniczny	214	260	256	278	280	272	265	265	265	265	265	874
Pigmenty	308	386	436	428	395	395	395	395	395	395	395	185
Udział %	98,8%	99,0%	99,0%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	368,6%
Nawozy	60,7%	55,5%	50,2%	53,9%	52,9%	53,6%	53,9%	54,1%	54,1%	54,1%	54,1%	276,5%
wieloskładnikowe	22,0%	18,7%	17,2%	20,6%	20,3%	20,8%	20,6%	20,8%	20,8%	20,9%	20,9%	72,9%
saletrzone	23,3%	21,5%	20,0%	20,4%	19,9%	20,3%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	118,5%
mocznik	9,3%	10,0%	8,0%	8,1%	7,7%	7,5%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	16,3%
siarczan amonu	2,0%	1,6%	1,6%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	20,1%
RSM	4,2%	3,7%	3,3%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	0,0%
Tworzywa	13,7%	17,7%	24,2%	22,5%	25,4%	25,4%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	92,2%
Poliamidy	8,9%	11,7%	14,3%	12,4%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	37,8%
Kaprolaktam	4,8%	5,9%	10,0%	10,1%	11,3%	11,3%	11,4%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	9,0%
Chemia	24,4%	25,8%	24,5%	22,7%	20,9%	20,1%	19,7%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	0,0%
Alkohole	7,0%	7,8%	7,6%	7,0%	5,9%	5,5%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	28,1%
Plastyfikatory	3,0%	3,0%	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	0,0%
Melamina	5,6%	5,4%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	0,0%
Mocznik techniczny	2,7%	2,9%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	43,4%
Pigmenty	3,9%	4,3%	4,4%	3,9%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	9,2%
Przychody	8 967	9 617	9 680	10 211	11 689	11 701	11 617	11 626	11 617	11 612	11 612	11 612
GK ZAT	1 552	1 682	1 918	2 026	2 291	2 306	2 303	2 303	2 303	2 303	2 303	2 303
GK ZAK	1 696	1 821	1 904	1 970	1 869	1 798	1 738	1 720	1 710	1 706	1 706	1 706
GK Police	2 417	2 600	2 733	3 353	3 387	3 476	3 417	3 439	3 439	3 439	3 439	3 439
GK Puławy	3 345	3 491	3 453	3 707	3 791	3 815	3 839	3 839	3 839	3 839	3 839	3 839
Siarkopol	255	226	299	321	299	282	268	268	268	268	268	268
EBITDA	948	1 187	886	959	1 118	1 035	1 101	1 189	1 179	1 165	1 148	1 130
GK ZAT	39	245	194	156	205	191	194	199	194	187	176	165
GK ZAK	202	211	147	178	195	172	190	212	211	210	210	210
GK Police	160	231	165	207	238	246	257	295	291	287	283	278
GK Puławy	490	498	319	367	417	367	402	425	425	424	422	420
Siarkopol	6	-38	29	65	62	58	58	58	58	57	57	57
Marża EBITDA	10,6%	12,3%	9,1%	9,4%	9,6%	8,8%	9,5%	10,2%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%
GK ZAT	2,5%	14,6%	10,1%	7,7%	8,9%	8,3%	8,4%	8,6%	8,4%	8,1%	7,6%	7,2%
GK ZAK	11,9%	11,6%	7,7%	9,1%	10,5%	9,6%	10,9%	12,4%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
GK Police	6,6%	8,9%	6,1%	6,2%	7,0%	7,1%	7,5%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%
GK Puławy	14,6%	14,3%	9,2%	9,9%	11,0%	9,6%	10,5%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%
Siarkopol	2,5%	-16,9%	9,8%	20,4%	20,8%	20,5%	21,6%	21,6%	21,5%	21,4%	21,3%	21,2%
Produkcja NH3	2 278,9	2 400,3	2 256,9	2 319,9	2 368,2	2 377,6	2 394,9	2 394,9	2 394,9	2 394,9	2 394,9	2 394,9
wykorzystanie mocy	101%	104%	98%	100%	103%	103%	104%	104%	104%	104%	104%	104%
Produkcja PA6 i POM	115,2	115,5	141,0	166,2	202,0	212,0	222,0	232,0	232,0	232,0	232,0	232,0
wykorzystanie mocy	104%	96%	81%	90%	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%	200%
Produkcja alkoholi	166,9	173,6	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	103%	107%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja plastyfikatorów	44,3	45,3	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4
wykorzystanie mocy	63%	65%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	7 656	8 081	8 786	9 111	9 272	9 297	9 306	9 304	9 290	9 264	9 224	9 170
Wartości niematerialne i prawne	507	428	416	407	403	399	396	392	390	387	385	382
Rzeczowe aktywa trwałe	6 848	7 256	7 974	8 308	8 473	8 501	8 514	8 516	8 505	8 481	8 444	8 392
Aktywa obrotowe	3 338	3 658	2 812	2 891	3 283	3 279	3 319	3 333	3 366	3 459	3 506	3 524
Zapasy	1 073	1 192	1 243	1 312	1 494	1 494	1 482	1 483	1 482	1 481	1 481	1 481
Należności krótkoterminowe	1 026	1 113	1 157	1 222	1 389	1 389	1 377	1 378	1 377	1 377	1 377	1 377
Inwestycje krótkoterminowe	1 231	1 342	400	347	389	386	449	460	496	590	637	655
-środki pieniężne i ekwiwalenty	642	1 086	144	91	133	130	193	204	240	334	381	399
Aktywa razem	10 994	11 738	11 598	12 001	12 555	12 576	12 624	12 637	12 657	12 723	12 730	12 695
Kapitał (fundusz) własny	6 463	6 856	6 860	7 020	7 257	7 430	7 654	7 842	8 008	8 154	8 243	8 276
Kapitał (fundusz) podstawowy	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
Kapitał (fundusz) zapasowy	2 418	2 418	2 751	2 879	3 039	3 276	3 449	3 574	3 745	3 900	4 001	4 048
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	3 251	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470	3 470
Zysk (strata) netto okresu	302	457	128	160	237	173	225	287	282	274	261	247
Udziały mniejszości	577	588	599	643	683	724	770	829	887	944	1 000	1 055
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 954	4 295	4 140	4 339	4 615	4 422	4 200	3 966	3 762	3 625	3 488	3 364
Rezerwy na zobowiązania	658	667	667	667	667	667	667	667	667	667	667	667
Zobowiązania długoterminowe	1 485	1 700	1 651	1 731	1 711	1 471	1 221	941	683	483	283	95
-oprocentowane	136	102	132	102	72	52	32	12	2	2	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 811	1 928	1 819	1 938	2 235	2 281	2 309	2 355	2 409	2 472	2 534	2 599
-oprocentowane	136	102	132	102	72	52	32	12	2	2	0	0
Pasywa razem	10 994	11 738	11 598	12 001	12 555	12 576	12 624	12 637	12 657	12 723	12 730	12 695
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	8 967	9 617	9 680	10 211	11 689	11 701	11 617	11 626	11 617	11 612	11 612	11 612
Koszty produktów, tow. i materiałów	7 004	7 458	7 817	8 078	9 368	9 302	9 144	9 050	9 034	9 027	9 027	9 027
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 962	2 160	1 863	2 132	2 321	2 399	2 473	2 576	2 582	2 585	2 585	2 585
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 397	1 431	1 499	1 596	1 632	1 656	1 673	1 697	1 721	1 746	1 772	1 799
Zysk (strata) na sprzedaży	566	728	363	536	688	743	800	880	862	839	813	786
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-138	-131	-146	-274	-297	-440	-440	-440	-440	-440	-440	-440
EBITDA	948	1 187	886	959	1 118	1 035	1 101	1 189	1 179	1 165	1 148	1 130
EBIT	428	597	218	263	391	303	360	440	422	399	373	346
Saldo działalności finansowej	-11	-37	-46	-24	-64	-54	-41	-29	-17	-6	4	12
Zysk (strata) brutto	432	576	185	252	342	264	334	426	420	408	392	373
Zyski (straty) mniejszości	13	32	11	44	40	41	46	58	58	57	56	55
Zysk (strata) netto	302	457	128	160	237	173	225	287	282	274	261	247
CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 115	1 114	662	982	1 068	1 091	1 147	1 210	1 202	1 190	1 175	1 160
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1 303	-709	-1 352	-1 036	-908	-777	-767	-764	-759	-752	-746	-740
Przepływy z działalności finansowej	74	54	-252	0	-118	-318	-317	-434	-407	-344	-382	-402
Przepływy pieniężne netto	-114	459	-941	-54	42	-3	63	12	36	94	47	18
Środki pieniężne na początek okresu	753	642	1 086	144	91	133	130	193	204	240	334	381
Środki pieniężne na koniec okresu	642	1 086	144	91	133	130	193	204	240	334	381	399

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	7,3%	0,7%	5,5%	14,5%	0,1%	-0,7%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	25,2%	-25,4%	8,3%	16,6%	-7,4%	6,3%	8,0%	-0,8%	-1,2%	-1,5%	-1,6%
EBIT zmiana r/r	39,7%	-63,6%	20,8%	48,8%	-22,5%	18,8%	22,2%	-4,1%	-5,4%	-6,6%	-7,2%
Zysk netto zmiana r/r	51,3%	-72,0%	25,2%	47,9%	-26,9%	29,8%	27,9%	-1,7%	-3,1%	-4,5%	-5,3%
Marża brutto na sprzedaży	22,5%	19,2%	20,9%	19,9%	20,5%	21,3%	22,2%	22,2%	22,3%	22,3%	22,3%
Marża EBITDA	12,3%	9,1%	9,4%	9,6%	8,8%	9,5%	10,2%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%
Marża EBIT	6,2%	2,2%	2,6%	3,3%	2,6%	3,1%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%
Marża brutto	6,0%	1,9%	2,5%	2,9%	2,3%	2,9%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,2%
Marża netto	4,7%	1,3%	1,6%	2,0%	1,5%	1,9%	2,5%	2,4%	2,4%	2,2%	2,1%
COGS / przychody	77,5%	80,8%	79,1%	80,1%	79,5%	78,7%	77,8%	77,8%	77,7%	77,7%	77,7%
SG&A / przychody	14,9%	15,5%	15,6%	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	15,0%	15,3%	15,5%
SG&A / COGS	19,2%	19,2%	19,8%	17,4%	17,8%	18,3%	18,7%	19,0%	19,3%	19,6%	19,9%
ROE	6,7%	1,9%	2,3%	3,3%	2,3%	2,9%	3,7%	3,5%	3,4%	3,2%	3,0%
ROA	3,9%	1,1%	1,3%	1,9%	1,4%	1,8%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	1,9%
Dług	1 706,2	1 687,7	1 737,7	1 687,7	1 427,7	1 157,7	857,7	590,8	390,8	188,5	0,0
D / (D+E)	14,6%	14,5%	13,4%	11,4%	9,2%	6,8%	4,7%	3,1%	1,5%	0,0%	9,0%
D / E	17,0%	16,9%	15,5%	12,8%	10,1%	7,3%	4,9%	3,2%	1,5%	0,0%	#ARG!
Dług / kapitał własny	22,9%	22,6%	22,7%	21,3%	17,5%	13,7%	9,9%	6,6%	4,3%	2,0%	0,0%
Dług netto	366,6	1 289,6	1 393,5	1 301,1	1 044,3	711,3	399,7	96,9	-197,1	-446,3	-652,8
Dług netto / kapitał własny	5,3%	18,8%	19,9%	17,9%	14,1%	9,3%	5,1%	1,2%	-2,4%	-5,4%	-7,9%
Dług netto / EBITDA	0,3	1,5	1,5	1,2	1,0	0,6	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,6
Dług netto / EBIT	0,6	5,9	5,3	3,3	3,4	2,0	0,9	0,2	-0,5	-1,2	-1,9
EV	3 479,3	4 402,4	4 506,2	4 413,9	4 157,1	3 824,1	3 512,5	3 209,7	2 915,7	2 666,5	2 460,0
Dług / EV	49,0%	38,3%	38,6%	38,2%	34,3%	30,3%	24,4%	18,4%	13,4%	7,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	14,8%	10,5%	7,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	197,4%	143,3%	121,0%	103,2%	101,2%	99,8%	98,3%	96,7%	95,1%	93,4%	93,4%
Amortyzacja / Przychody	6,0%	7,5%	7,4%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	2,4%	-0,1%	0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	6,8	24,3	19,4	13,1	18,0	13,9	10,8	11,0	11,4	11,9	12,6
P/BV*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	3,0	3,9	3,6	3,2	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
EV/EBITDA*	2,9	5,0	4,7	3,9	4,0	3,5	3,0	2,7	2,5	2,3	2,2
EV/EBIT*	5,8	20,2	17,1	11,3	13,7	10,6	8,0	7,6	7,3	7,2	7,1
EV/S*	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
BVPS	75,0	75,2	77,2	80,0	82,2	84,9	87,4	89,7	91,7	93,2	94,1
EPS	4,6	1,3	1,6	2,4	1,7	2,3	2,9	2,8	2,8	2,6	2,5
CEPS	10,5	8,0	8,6	9,7	9,1	9,7	10,4	10,5	10,5	10,4	10,4
FCFPS	-0,4	-7,8	-1,0	1,2	2,9	3,6	4,3	4,2	4,2	4,1	4,0
DPS w okresie	0,8	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,2	1,3	1,7	2,2
Payout ratio	51,7%	34,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 31,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji Grupa Azoty

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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 3Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	27%	1	100%
Akumuluj	2	18%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	5	45%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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 reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej 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 dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.09.2018 roku (9:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.09.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 24.09.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem 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.