



Dom Maklerski BDM S.A.

CHEMIA (SEKTOR NAWOZOWY)
OPRACOWANIE ZBIORCZE

GRUPA AZOTY- SPRZEDAJ (44,7 PLN)
ZCH POLICE- SPRZEDAJ (12,9 PLN)
ZA PUŁAWY- AKUMULUJ (161 PLN)

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE I STRATEGIA WOBEC SPÓŁEK	3
OTOCZENIE RYNKOWE	8
CENY ZBÓŻ	8
NOTOWANIA PODSTAWOWYCH NAWOZÓW	9
SPADEK KOSZTÓW GAZU W EUROPIE I WZROST NA UKRAINIE	11
OBNIŻKA TARYF NA EKSPORT MOCNIKA I WZROST EKSPORTU Z CHIN	12
GRUPA AZOTY	13
WYCENA I PODSUMOWANIE	14
<i>Zakupy akcji przez Acron, strategiczny podmiot MSP</i>	<i>15</i>
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	16
WYCENA DCF	17
WYCENA PORÓWNAWCZA	20
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016	22
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023	23
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	27
ZCH POLICE	29
WYCENA I PODSUMOWANIE	30
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	31
WYCENA DCF	33
WYCENA PORÓWNAWCZA	36
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	37
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016	38
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023	39
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	43
ZA PUŁAWY	45
WYCENA I PODSUMOWANIE	46
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	48
WYCENA DCF	49
WYCENA PORÓWNAWCZA	52
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	53
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016	54
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023	55
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	59

PODSUMOWANIE I STRATEGIA WOBEC SPÓŁEK

Podsumowanie rekomendacji

	Cena rynkowa	Aktualna rekomendacja	Aktualna cena docelowa	Potencjał wzrostu/spadku	Wycena DCF	Wycena porównawcza	Poprzednia rekomendacja	Poprzednia cena docelowa
Grupa Azoty	72,0	Sprzedaj	44,7	-37,9%	45,3	44,1	Sprzedaj	51,2
ZCh Police	21,8	Sprzedaj	12,9	-40,6%	13,8	12,1	Sprzedaj	17,1
ZA Puławy	139,0	Akumuluj	161,2	16,0%	162,9	159,6	Akumuluj	170,0

Źródło: BDM S.A.

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Azoty

Spółka handlowana jest z wyraźną premią do konkurentów (ok. 20%) czy ZA Puławy (blisko 50%) przy znacznie ograniczonym potencjale dywidendowym (DY 1-2% vs Puławy ok. 6%). W naszej opinii za wzrost kursu akcji Grupy Azoty w ostatnim czasie i utrzymywanie się relatywnie wysokiej wyceny odpowiadał Acron, który przekroczył ponad 20% w kapitale zakładowym spółki. Przy marginalizacji jego roli w spółce przez MSP czynnik ten może przestać wspierać kurs akcji. Długoterminowo Grupa Azoty ma ekspozycję na mniej perspektywiczny segment nawozów wieloskładnikowych (ZCh Police). W relacji do cen zbóż w tym obszarze widzimy największe ryzyko obniżki notowań. W rezultacie podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ obniżając jednocześnie cenę docelową do 44,7 PLN/akcję.

ZCh Police

Spółka handlowana jest z wyraźną premią do konkurentów i podmiotów tworzących Grupę Azoty mimo dość agresywnych założeń poprawy wyników w latach 2014-2016. Okres ten będzie stanowił również apogeum wydatków inwestycyjnych, głównie obligatoryjnych (węzeł oczyszczania spalin, modernizacja linii amoniakalnych), pozwalających spełnić ostrzejsze wymogi środowiskowe (dyrektywa IED od 2016 roku). W momencie obniżenia ścieżki poprawy wyników finansowych, czego nie można wykluczyć w otoczeniu najniższych od 2010 roku cen zbóż, istnieje ryzyko znacznego wzrostu zadłużenia (na koniec '14 DN/EBITDA 1,4x wobec 1,3x na 1Q'14). Długoterminowo zwracamy uwagę na słabsze perspektywy segmentu nawozów wieloskładnikowych wobec azotowych. Nasze obawy wynikają z bardzo wysokich relacji ich cen do notowań zbóż czy porównania intensywności nawożenia. Nie widząc uzasadnienia dla wysokiej wyceny rynkowej spółki podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ obniżając jednocześnie cenę docelową do 12,9 PLN/akcję.

ZA Puławy

Mimo słabszego otoczenia w obszarze nawozów azotowych i w konsekwencji obniżonych założeń na lata 2014-2015 (brak poprawy notowań mocznik/RSM) spółka wciąż handlowana jest z dużym dyskontem do konkurentów (EV/EBITDA'14 5,6x, mediana 7-8x EBITDA) jak i podmiotów tworzących Grupę Azoty (GA 8,2x, PCE 11,0x EBITDA). Powyższe dyskonto uważamy za nieuzasadnione, zwracając uwagę na doinwestowany, zintegrowany i elastyczny majątek produkcyjny, przez co spółka posiada najwyższą zdolność dywidendową (oczekujemy DY w najbliższych latach ok. 6%). Nie zakładamy przy tym materializacji ryzyk, jak realizację niekluczowych i wątpliwych ekonomicznie projektów inwestycyjnych (gazowa EC wspólnie z PGE), potencjalnej emisji akcji (wzrost free float) czy dalszego spadku cen nawozów azotowych. Nowe stawki ceł w Chinach przyczyniły się do praktycznie potrojenia eksportu mocznika z tego kraju. Niemniej przy obecnych kosztach produkcji wraz z transportem i cłami Chińczycy nie są w stanie dostarczyć mocznika tańszego niż 250-290 USD/t (obecnie ok. 310 USD/t), przez co potencjał dalszej obniżki cen jest już niewielki. Poza tym wzrost eksportu Chin w pewnym stopniu jest buforowany przez ponad 50% mniejszą podaż z Ukrainy, gdzie przy podwyżce gazu produkcja stała się nieopłacalna. W rezultacie podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ obniżając jednocześnie cenę docelową do 161 PLN/akcję.

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	2011	2012	2013*	2014P	2015P
Przychody	5 338,0	7 098,7	9 821,0	9 407,1	9 604,7
EBITDA	776,3	611,3	768,4	941,5	1 039,0
EBIT	581,3	371,7	218,2	360,3	408,5
Zysk netto	461,5	294,4	195,2	245,5	243,8
Marża EBITDA	14,5%	8,6%	7,8%	10,0%	10,8%
Marża EBIT	10,9%	5,2%	2,2%	3,8%	4,3%
Marża netto	8,6%	4,1%	2,0%	2,6%	2,5%
P/BV (x)	2,3	2,0	1,1	1,1	1,1
P/E (x)	15,5	24,3	36,6	29,1	29,3
EV/EBITDA (x)	9,5	12,2	10,1	8,2	7,6

Źródło: BDM S.A., spółka. *-oczyszczone

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	r/r	2Q'13	2Q'14P	r/r
Przychody	2 677,5	2 702,8	0,9%	2 569,5	2 240,2	-12,8%
EBITDA	355,7	325,1	-8,6%	283,1	216,4	-23,6%
EBIT	244,8	181,9	-25,7%	97,2	70,4	-27,6%
Zysk netto	204,9	136,1	-33,6%	76,8	41,4	-46,1%
Marża EBITDA	13,3%	12,0%		11,0%	9,7%	
Marża EBIT	9,1%	6,7%		3,8%	3,1%	
Marża netto	7,7%	5,0%		3,0%	1,8%	
P/BV (x)	0,9	0,9		1,2	1,1	
P/E (x)	17,0	47,5		22,6	79,1	
EV/EBITDA (x)	9,0	9,1		11,6	12,1	

Źródło: BDM S.A., spółka. *-oczyszczone. Wskaźniki 12m

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	2011	2012	2013*	2014P	2015P
Przychody	2 765,6	2 981,2	2 464,4	2 475,3	2 821,6
EBITDA	322,1	210,9	101,8	170,2	242,3
EBIT	244,3	127,8	16,1	47,4	105,5
Zysk netto	311,9	104,2	11,3	34,3	71,1
Marża EBITDA	11,6%	7,1%	4,1%	6,9%	8,6%
Marża EBIT	8,8%	4,3%	0,7%	1,9%	3,7%
Marża netto	11,3%	3,5%	0,5%	1,4%	2,5%
P/BV (x)	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6
P/E (x)	5,2	15,7	144,3	47,7	23,0
EV/EBITDA (x)	5,7	8,5	17,8	11,0	8,1

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	r/r	2Q'13	2Q'14P	r/r
Przychody	725,4	631,5	-12,9%	728,4	603,0	-17,2%
EBITDA	61,3	50,7	-17,3%	52,8	53,7	1,7%
EBIT	39,6	20,1	-49,2%	31,9	23,0	-28,0%
Zysk netto	32,2	16,3	-49,3%	23,4	17,7	-24,2%
Marża EBITDA	8,5%	8,0%		7,2%	8,9%	
Marża EBIT	5,5%	3,2%		4,4%	3,8%	
Marża netto	4,4%	2,6%		3,2%	2,9%	
P/BV (x)	1,2	1,5		2,0	1,6	
P/E (x)	14,1	-		23,3	-	
EV/EBITDA (x)	7,1	19,1		11,1	21,4	

Źródło: BDM S.A., spółka. Wskaźniki 12m

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014P	2015P
Przychody	3 602,4	3 981,8	3 797,9	3 423,8	3 372,3
EBITDA	766,9	620,5	478,3	420,2	393,3
EBIT	663,3	504,6	340,0	269,3	235,4
Zysk netto	554,0	487,1	304,6	236,5	194,1
Marża EBITDA	21,3%	15,6%	12,6%	12,3%	11,7%
Marża EBIT	18,4%	12,7%	9,0%	7,9%	7,0%
Marża netto	15,4%	12,2%	8,0%	6,9%	5,8%
P/BV (x)	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
P/E (x)	4,8	5,5	8,7	11,2	13,7
EV/EBITDA (x)	3,0	3,6	4,8	5,6	5,9

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	r/r	2Q'13	2Q'14P	r/r
Przychody	1 105,1	983,4	-11,0%	930,2	812,9	-12,6%
EBITDA	218,3	148,7	-31,9%	147,7	91,5	-38,1%
EBIT	190,1	111,1	-41,6%	110,5	53,7	-51,4%
Zysk netto	163,2	98,1	-39,9%	104,4	46,9	-55,1%
Marża EBITDA	19,8%	15,1%		15,9%	11,3%	
Marża EBIT	17,2%	11,3%		11,9%	6,6%	
Marża netto	14,8%	10,0%		11,2%	5,8%	
P/BV (x)	1,0	1,1		1,0	1,1	
P/E (x)	6,2	11,8		6,6	15,7	
EV/EBITDA (x)	4,1	6,3		3,9	7,2	

Źródło: BDM S.A., spółka. Wskaźniki 12m

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	2011	2012	2013	2014P	2015P
Przychody	2 257,3	2 191,0	2 076,0	1 988,3	1 971,7
EBITDA	347,8	219,2	174,0	201,3	245,8
EBIT	263,3	143,2	98,0	113,3	148,8
Zysk netto	197,8	116,0	85,0	89,9	117,0
Marża EBITDA	15,4%	10,0%	8,4%	10,1%	12,5%
Marża EBIT	11,7%	6,5%	4,7%	5,7%	7,5%
Marża netto	8,8%	5,3%	4,1%	4,5%	5,9%
P/BV (x)	-	-	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A., spółka.*- nienotowana

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	r/r	2Q'13	2Q'14P	r/r
Przychody	545,0	572,0	5,0%	572,0	540,4	-5,5%
EBITDA	70,0	69,0	-1,4%	47,0	51,8	10,2%
EBIT	52,0	47,0	-9,6%	28,0	29,8	6,4%
Zysk netto	45,0	39,0	-13,3%	26,0	24,1	-7,2%
Marża EBITDA	12,8%	12,1%		8,2%	9,6%	
Marża EBIT	9,5%	8,2%		4,9%	5,5%	
Marża netto	8,3%	6,8%		4,5%	4,5%	
P/BV (x)	-	-		-	-	
P/E (x)	-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-	

Źródło: BDM S.A., spółka.*- nienotowana

Plan inwestycyjny [mln PLN]

		2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	CUM 2014-2016
Grupa Azoty	CAPEX	344,0	397,3	680,9	908,6	1 079,4	992,0	2 980,0
	CAPEX/Amortyzacja	182,2%	165,8%	123,8%	151,5%	167,2%	144,4%	154,2%
	CAPEX/Przychody	6,4%	5,6%	6,9%	9,7%	11,2%	10,0%	10,3%
ZCh Police	CAPEX	70,1	124,8	150,1	247,5	282,2	151,4	681,1
	CAPEX/Amortyzacja	89,2%	150,2%	175,1%	201,4%	206,2%	104,7%	168,4%
	CAPEX/Przychody	2,5%	4,2%	6,1%	10,0%	10,0%	5,0%	8,2%
ZA Puławy	CAPEX	386,3	368,2	313,3	277,3	209,1	211,7	698,1
	CAPEX/Amortyzacja	372,7%	317,6%	226,4%	183,7%	132,4%	130,8%	148,3%
	CAPEX/Przychody	10,7%	9,2%	8,2%	8,1%	6,2%	6,2%	6,8%
ZA Kędzierzyn	CAPEX	75,2	10,6	84,4	189,0	266,6	279,5	735,1
	CAPEX/Amortyzacja	89,0%	13,9%	111,1%	214,7%	275,0%	254,5%	249,4%
	CAPEX/Przychody	3,3%	0,5%	4,1%	9,5%	13,5%	14,3%	12,4%

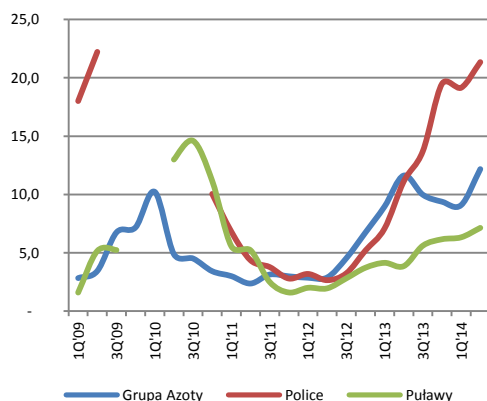
Źródło: BDM S.A., spółki

Dywidenda [mln PLN]

		2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	CUM 2014-2016
Grupa Azoty	Dywidenda	0,0	8,9	170,8	19,8	112,8	83,1	215,8
	Stopa wypłaty		4,3%	68,1%	45,0%	60,0%	60,0%	
	DY w okresie		0,4%	2,9%	0,3%	1,6%	1,2%	3,1%
ZCh Police	Dywidenda	0,0	0,0	50,4	23,3	17,2	35,5	75,9
	Stopa wypłaty			48,4%	45,2%	50,0%	50,0%	
	DY w okresie			3,4%	1,4%	1,0%	2,2%	4,6%
ZA Puławy	Dywidenda	19,4	70,1	179,7	198,4	141,9	155,2	495,6
	Stopa wypłaty	56,8%	23,7%	29,9%	50,9%	60,0%	80,0%	
	DY w okresie	1,2%	4,6%	6,7%	5,8%	5,3%	5,8%	17,0%
ZA Kędzierzyn	Dywidenda	0,0	119,7	63,3	42,1	44,9	58,5	145,6
	Stopa wypłaty		60,5%	54,6%	49,5%	50,0%	50,0%	
	DY w okresie							

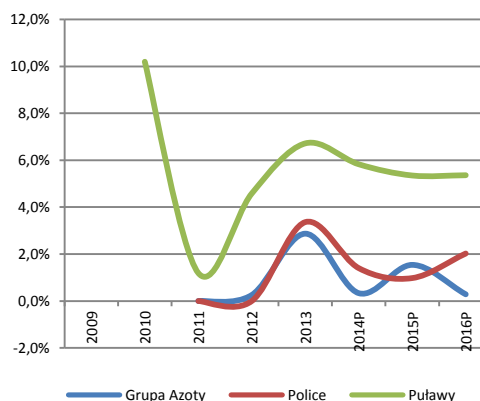
Źródło: BDM S.A., spółki

Historyczna wycena spółek EV/EBITDA*



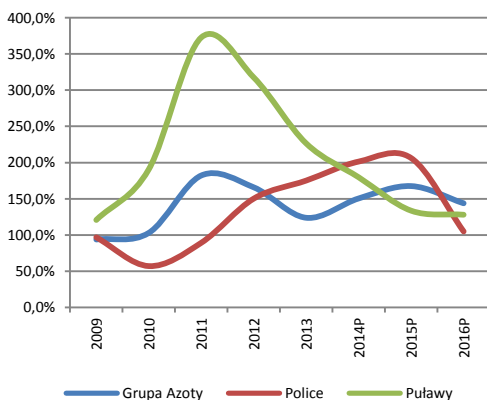
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-oczyszczona

DY w okresie



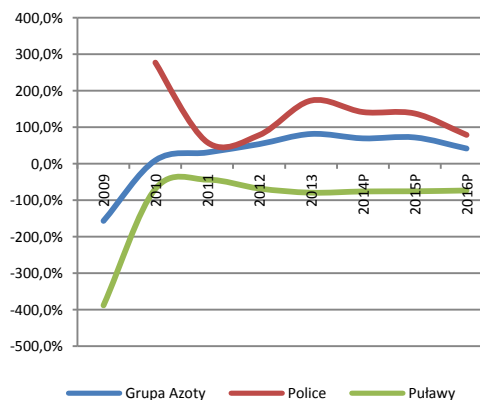
Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

CAPEX/amortyzacja



Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Dług netto/EBITDA*



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-oczyszczona

Rozkład mocy produkcyjnych w poszczególnych fabrykach [tys. ton]

	Tarnów	Kędzierzyn	Police	Puławy	ATT Polymers (GK Tarnów)	Fosfory Gdańskie (GK Puławy)	Siarkopol	RAZEM
Amoniak	180	384	560	1 125				2 249
Kwas azotowy		300		1 000				1 300
Nawozy saletrzane	490	616		1 100				2 206
Siarczan amonu	424			196*				620
Mocznik		167	400	1 215				1 782
Nawozy wieloskładnikowe			1 320			360		1 680
Kaprolaktam	98			70				168
Poliamid	102				47			149
Biel tytanowa			40					40
Melamina				92				92
Siarka**							700	700
Fosforyty			400					400

Źródło: BDM S.A., spółki. *- w tym 40k z IOS. **- roczna wielkość wydobycia AIG w Senegalu (55%)

Ekspozycja poszczególnych spółek

	Grupa Azoty	ZA Tarnów	ZCh Police	ZA Puławy	ZA Kędzierzyn	zmiana cen 2013/2012	zmiana marży 2013/2012	zmiana cen 2014P/2013	zmiana marży 2014P/2013
Nawozy	59,0%	34,1%	69,0%	65,4%	43,1%				
azotowe	42,8%	34,1%	14,1%	59,2%	43,1%				
mocznik/RSM*	17,7%		14,1%	30,0%	6,9%	-18,4%	-45,9%	-5,6%	-23,1%
saletra amonowa	14,8%			27,0%	20,6%	-7,7%	-12,5%	3,4%	6,3%
saletrzak/saletrosan	8,4%	28,7%			15,5%	-9,7%	-49,8%	10,3%	-49,8%
siarczan amonu	1,8%	5,4%		2,2%		-16,3%	-42,0%	-10,2%	-61,1%
wieloskładnikowe	16,2%	0,0%	54,9%	6,2%	0,0%				
NPK	13,0%		42,3%	6,2%		-15,9%	-21,8%	-6,9%	-6,0%
DAP	3,2%		12,7%			-17,6%	-23,4%	5,8%	23,6%
Tworzywa	13,8%	52,2%	0,0%	13,4%	0,0%				
poliamid	8,1%	47,5%				-7,7%	-14,8%	-2,6%	-6,4%
kaprolaktam	5,8%	4,8%		13,4%		-6,9%	-14,9%	0,4%	-0,9%
Chemia	18,3%	0,0%	27,3%	10,9%	54,4%				
alkohole (2EH)	8,9%				42,1%	1,8%	8,8%	1,6%	-19,9%
plastyfikatory (DEPH)	1,9%				8,9%	-2,4%	-58,7%	-5,7%	72,2%
melamina	4,2%			10,9%		25,3%	46,6%	-2,5%	-3,7%
biel tytanowa	3,3%		13,3%			-20,5%	0,7%	-3,8%	21,0%
amoniak			14,0%		3,4%	-12,5%	-52,0%	-4,6%	-36,7%
RAZEM	91,2%	86,3%	96,3%	89,8%	97,5%				

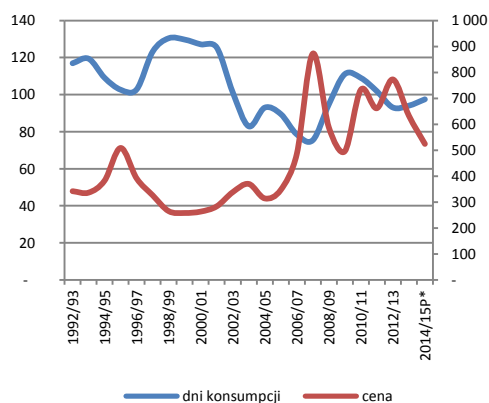
Źródło: BDM S.A., spółki. *- zawiera także mocznik techniczny. Zmiany cen/marż liczone dla mocznika

OTOCZENIE RYNKOWE

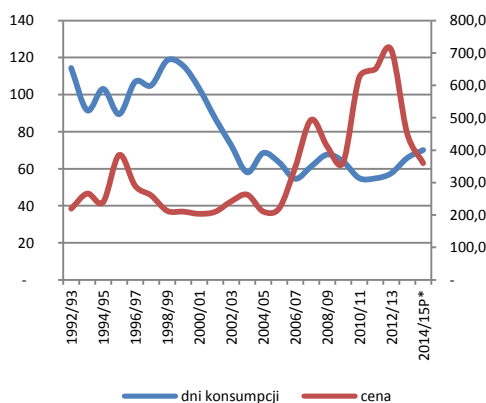
Ceny zbóż

Po małej korekcie notowań zbóż w 1Q'14 nastroje na rynku od kwietnia/maja'14 ponownie uległy znacznemu pogorszeniu. W lipcu'14 notowania pszenicy i kukurydzy spadły do poziomu najniższego od 4 lat przez wyższe od prognoz szacunki zbiorów/zapasów zboża. W sezonie 2014/2015 (sierpień-lipiec, prognoza z lipca'14) zapasy pszenicy wg USDA mają wzrosnąć o 2,8% r/r, a kukurydzy aż o 8,5% r/r. W dniach konsumpcji zapasy pszenicy mają wynieść 97 dni, czyli 3 dni więcej niż w poprzednim sezonie, a w przypadku kukurydzy 70 dni (4 dni więcej). Nie są to zapasy znacznie odbiegające od średniego poziomu z ostatnich lat, dlatego w średnim terminie nie spodziewamy się dalszej, znaczącej obniżki cen zbóż. Dla pszenicy prognozowane zapasy w dniach konsumpcji są o 12% niższe niż w sezonie 2009/2010 przy porównywalnej cenie. W przypadku kukurydzy od 12 sezonów zapasy utrzymują się między 60-70 dni konsumpcji przy medianie cen ok. 400 USD/100bu (obecnie 360 USD/100bu). Zwracamy także uwagę, że z reguły pierwsze prognozy USDA na nowy sezon są dość optymistyczne. Nie uwzględniają bowiem ryzyk pogodowych w trakcie sezonu. W rezultacie oczekujemy lekkiego odbicia cen zbóż, zgodnie z krzywą kontraktów terminowych, do ok. 600 USD/100bu pszenicy (obecnie 524 USD/100 bu) i 400 USD/100bu kukurydzy średnio w 2015 roku. Długoterminowo (od 2017 roku) zakładamy 700USD/100bu pszenicy i 500 USD/100 bud kukurydzy. Ceny nawozów uzależniamy od średnich relacji do pszenicy.

Zapasy pszenicy w dniach konsumpcji vs cena



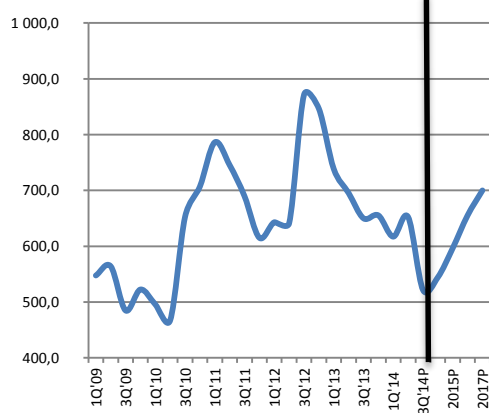
Zapasy kukurydzy w dniach konsumpcji vs cena



Źródło: BDM S.A. Bloomberg, USDA. Lewa skala: zapasy w dniach konsumpcji, prawa skala: cena [USD/100bu]. *- prognoza z lipca 2014

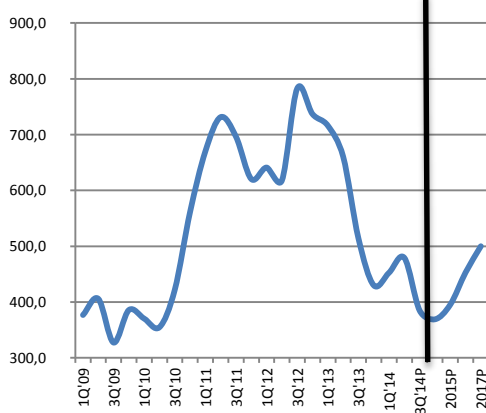
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, USDA. Lewa skala: zapasy w dniach konsumpcji, prawa skala: cena [USD/100bu]. *- prognoza z lipca 2014

Ceny pszenicy [USD/100bu]- prognoza



Źródło: BDM S.A. Bloomberg

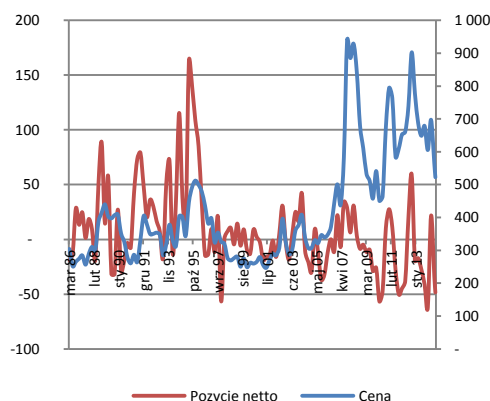
Ceny kukurydzy [USD/100nu]- prognoza



Źródło: BDM S.A. Bloomberg

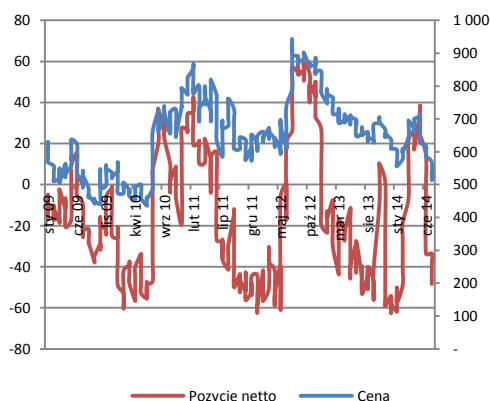
Nasze oczekiwania odbicia cen wspierają fatalne nastroje na rynku. Liczba spekulacyjnych pozycji netto zarówno dla pszenicy jak i dla kukurydzy jest na poziomach, z których zazwyczaj następował zwrot notowań. Dla pszenicy są to porównywalne poziomy do kwietnia'10, grudnia'11 czy grudnia'13.

Notowania pszenicy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



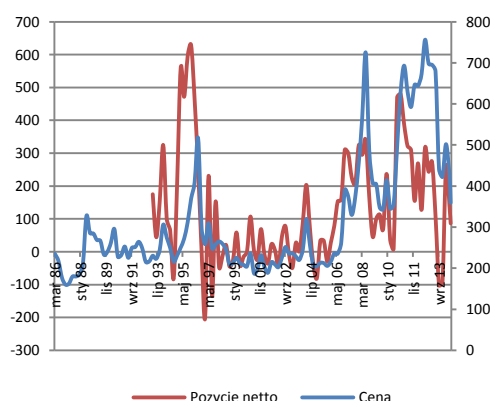
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny pszenicy USD/100bu

Notowania pszenicy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



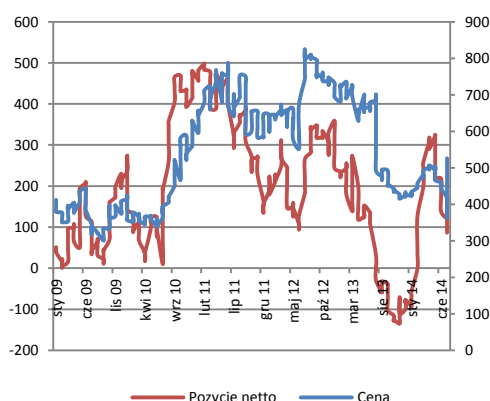
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny pszenicy USD/100bu

Notowania kukurydzy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny kukurydzy USD/100bu

Notowania kukurydzy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



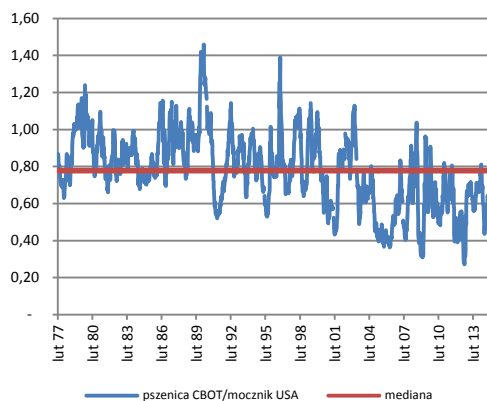
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny kukurydzy USD/100bu

Notowania podstawowych nawozów

Notowania podstawowych nawozów pozostawały relatywnie silne w relacji do słabnącego rynku zbożowego. W 2Q'14 najmocniej potaniał mocznik wracając ponownie w okolice 300 USD/t (-11% q/q, -12,7% r/r). Po mocnym wzroście w 1Q'14 DAP stracił 4,9% q/q (-7,7% r/r), a NPK podrożały o 3,1% q/q (-14,5% r/r). Znaczący spadek notowań zbóż miał miejsce dopiero w drugiej części kwartału (-20% q/q) przez co obecne relacje zboża/nawozy sugerują ich dalszą przecenę. Porównując do mediany 2009-2013 mocznik jest o ok. 18% za drogi, DAP o ok. 24% a NPK o ok. 13%. Długoterminowe relacje wskazują na 21% przewartościowanie mocznika i aż 40-60% nawozów wieloskładnikowych¹. Istnieje więc ryzyko dalszej przeceny nawozów, której nie zakładamy. Oczekujemy relatywnie płaskiego rynku mocznika (nadpodaż z Chin) i lepszego otoczenia NPK/DAP, gdzie podaż jest w mare stabilna. W rezultacie oczekiwany wzrost cen zbóż powinien w znacznie mniejszym stopniu przełożyć się na notowania nawozów aż do osiągnięcia średnio/długoterminowych relacji (2016/2017).

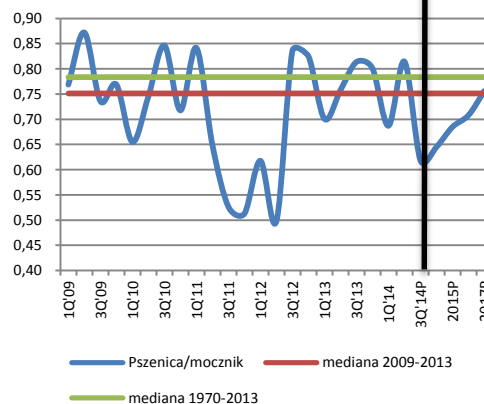
¹ wszystkie relacje liczone do ceny pszenicy CBOT

Relacja pszenica/mocznik długoterminowa



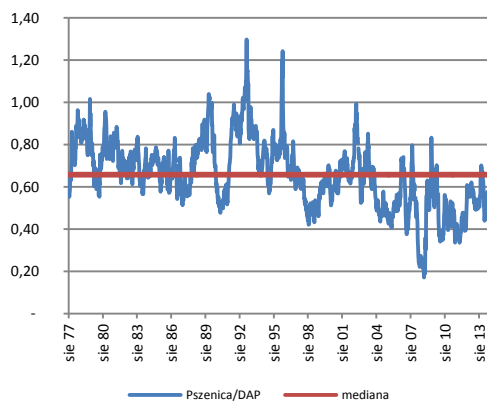
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/mocznik krótkoterminowa- prognoza



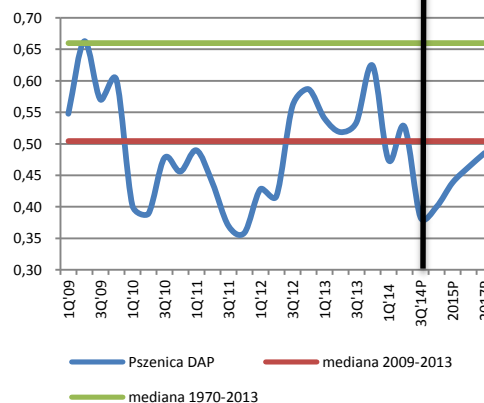
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP długoterminowa



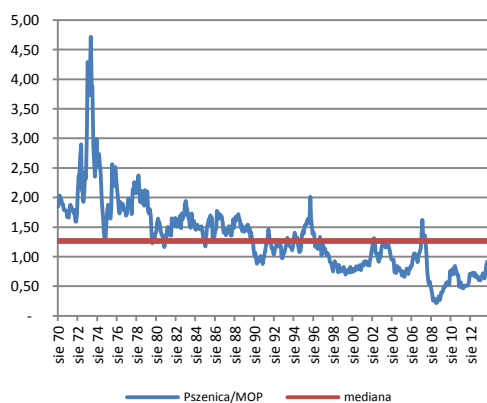
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP krótkoterminowa- prognoza



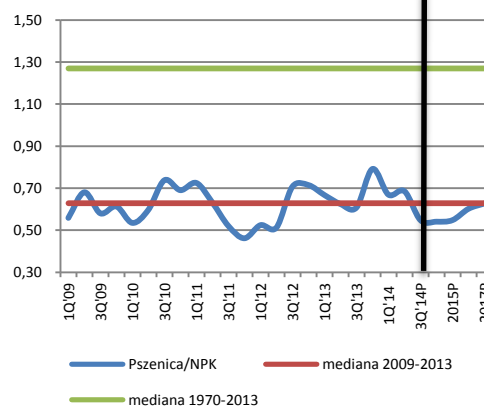
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) długoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) krótkoterminowa- prognoza



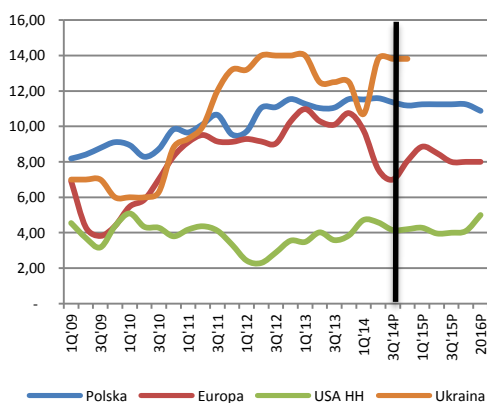
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Spadek kosztów gazu w Europie i wzrost na Ukrainie

Od początku 2014 roku ceny gazu w Europie Zachodniej, na skutek ciepłej zimy i nagromadzonych zapasów, spadły o ok. 30%. W samym 2Q'14 spadek (Zeebrugge) wynosił ok. 22% q/q i 26% r/r. Taryfa PGNiG w styczniu'14 wzrosła o 1,9%, ale przy mniejszych kosztach przesyłu efektywny koszt surowca spadł o 0,9%. Udział gazu spoza systemu to tylko 30% w skali grupy (najmniej Puławy, najwięcej Police), przez co spółka utraciła konkurencyjność na europejskim rynku. Mimo oczekiwanych przez nas obniżek taryfy w kolejnych latach (-3% r/r w '15, -5,7% w 2016, -4,2% r/r w '17) koszt ten będzie nadal kształtował się powyżej europejskich cenników, gdzie ceny, po ewentualnym rozpoczęciu eksportu LNG z USA, powinny kształtować się ok. 3 USD/MMBTU powyżej cen Henry Hub (koszty skroplenia, transportu i regazyfikacji).

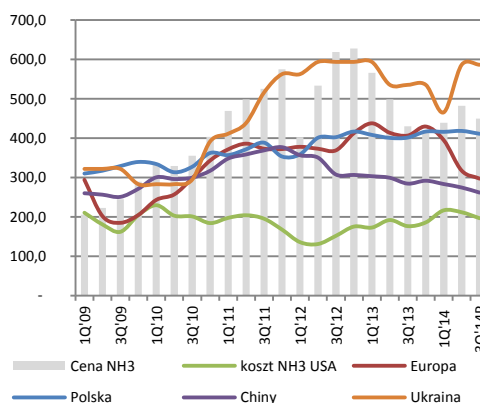
Pewną ulgą dla rynku jest ponowny wzrost kosztów gazu na Ukrainie. Po obniżce w 1Q'14 od kwietnia ceny gazu wzrosły dla odbiorców przemysłowych o 29% przez co produkcja amoniaku, a w szczególności mocznika stała się nieopłacalna. Wg Yara, największego producenta nawozów w Europie, spadek eksportu amoniaku/mocznika w okresie styczeń-kwiecień wynosił 40-50% r/r. Niemniej deficyt ten z nawiązką zagospodarował wzrost eksportu mocznika z Chin.

Ceny gazu w Europie, Polsce na Ukrainie i w USA



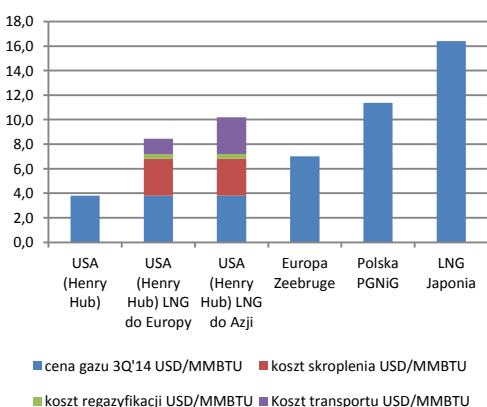
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. USD/MMBTU

Koszty produkcji amoniaku USD/t *



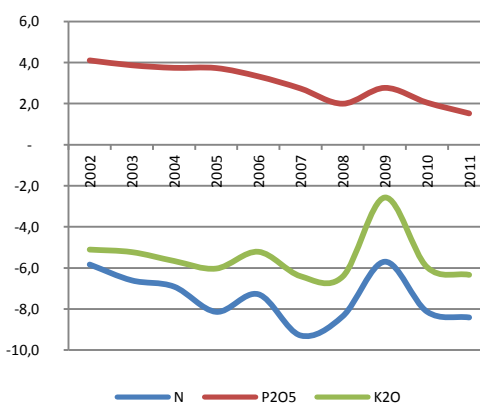
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. W Chinach dominuje produkcja amoniaku z węgla. *- bez kosztów transportu

Ceny HH po kosztach skroplenia, transportu i regazyfikacji



Źródło: BDM S.A. Bloomberg. USD/MMBTU

Bilans handlowy rynku nawozowego w USA [mln ton]



Źródło: BDM S.A. FAO. W przeliczeniu na czyste składniki

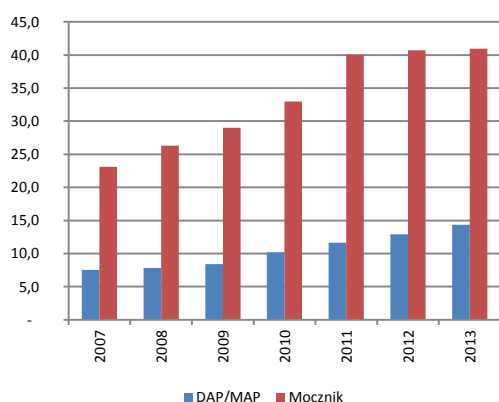
Obniżka taryf na eksport mocznika i wzrost eksportu z Chin

Chiny jeszcze w latach '90 były importerem nawozów. Obecnie są pierwszym na świecie producentem i eksporterem DAP/MAP oraz mocznika.

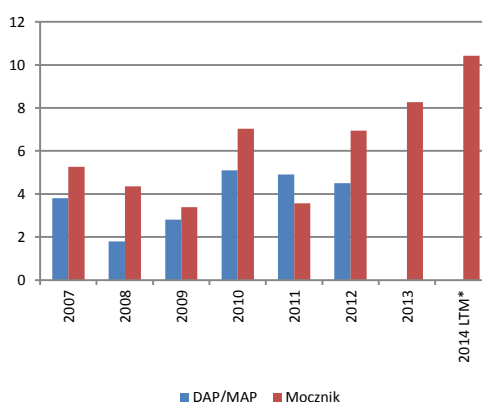
Polityka celna Chin w zakresie eksportu mocznika ma na celu zatrzymanie większości produktu w Chinach. W ten sposób rząd stara się kontrolować inflację. Niemniej przy obecnie wzmożonej produkcji ceny są niskie i rząd obniża stawki celne.

Na 2014 rok stawki celne na eksport mocznika z Chin ponownie poszły w dół, co znacznie zwiększyło podaż mocznika w Europie i obniżyło ceny. Obecnie taryfy wynoszą 40 RMB (6,6 USD/t) w okresie niskiego sezonu i 40 RMB+15% w okresie wysokiego. W rezultacie stawki w niskim sezonie (lipiec-październik) nie zostały zmienione (2% to jakieś 6 USD/t obecnie). Znacznie spadły natomiast stawki dla wysokiego sezonu (obecnie ok. 17%, poprzednio 75%!). W rezultacie eksport chińskiego mocznika w 1H'14 praktycznie się potroił (3,5 mln ton vs 1,3 mln ton w 1H'13) i z nawiązką zrekomensował braki z Ukrainy (ok. 0,7 mln ton)

Wzrost mocy produkcyjnych nawozów w Chinach [mln ton]



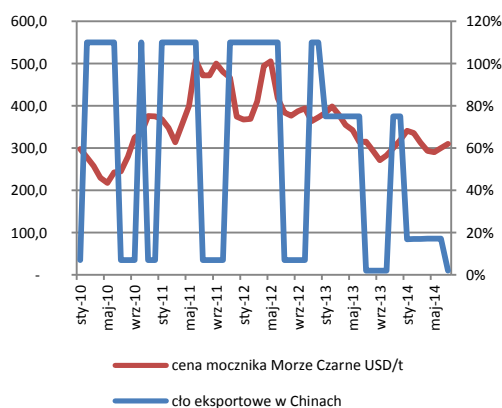
Wzrost eksportu nawozów z Chin [mln ton]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg. DAP/MAP w przeliczeniu na kwas fosforowy (P2O5)

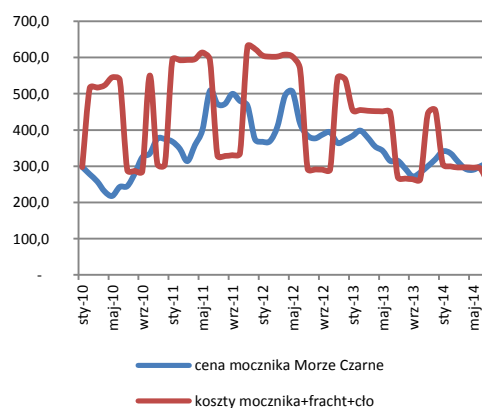
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, Potash Corp. *- do czerwca'14. DAP/MAP w przeliczeniu na kwas fosforowy (P2O5)- dla 2013/2014 b.d.

Ceny mocznika a polityka celna Chin



Źródło: BDM S.A. Bloomberg, www.english.gov.cn. Lewa skala: ceny mocznika w porcie Youzhny, prawa skala: cło eksportowe w Chinach.

Koszty produkcji mocznika w Chinach+fracht+cło



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

GRUPA AZOTY

RAPORT ANALITYCZNY

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIO: SPRZEDAJ)

WYCENA 44,7 PLN

8 SIERPIEŃ 2014

Spółka handlowana jest z wyraźną premią do konkurentów (ok. 20%) czy ZA Puławy (blisko 50%) przy znacznie ograniczonym potencjale dywidendowym (DY 1-2% vs Puławy ok. 6%). W naszej opinii za wzrost kursu akcji Grupy Azoty w ostatnim czasie i utrzymywanie się relatywnie wysokiej wyceny odpowiadał Acron, który przekroczył ponad 20% w kapitale zakładowym spółki. Przy marginalizacji jego roli w spółce przez MSP czynnik ten może przestać wspierać kurs akcji. Długoterminowo Grupa Azoty ma ekspozycję na mniej perspektywiczny segment nawozów wieloskładnikowych (ZCh Police). W relacji do cen zbóż w tym obszarze widzimy największe ryzyko obniżki notowań. W rezultacie podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ obniżając jednocześnie cenę docelową do 44,7 PLN/akcję.

W samym maju Acron zakupił ok. 1,9 mln akcji (tylko na rynku, bez pakietowych), co stanowiło blisko 70% miesięcznego obrotu na spółce! Tym samym rosyjski producent nawozów przekroczył próg 20% zyskując prawo do powołania członka Rady Nadzorczej. Nie znamy zamiarów spółki co do posiadanego pakietu akcji Grupy Azot, ale przy dalszej marginalizacji roli Acron przez MSP (zmiany w statucie, wpisanie spółki na listę strategicznych podmiotów) może on wstrzymać się przed dalszym nabywaniem akcji bądź w dłuższym terminie je sprzedać. Acron obecny jest w spółce od maja 2012 roku. Dotychczasowa średnia ważona cena nabywanych akcji to ok. 55,5 PLN/akcję.

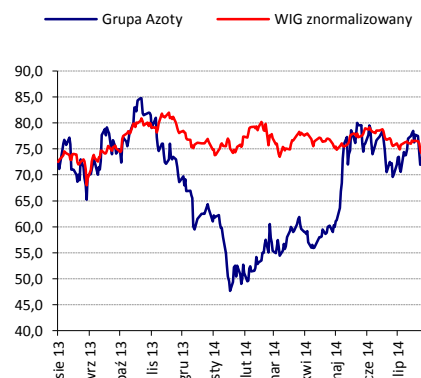
W skali grupy na lata 2014-2015 obniżyliśmy EBITDA o ok. 13% głównie wskutek słabszego otoczenia w biznesie nawozowym, szczególnie w nawozach azotowych, gdzie marże na moczniku są niższe o ponad 30% vs nasze oczekiwania z końca 2013 roku. Poprzednio spodziewaliśmy się dołka cenowego na rynku zbóż/nawozów i szybkiej poprawy notowań. Faktycznie dołek wypadł miesiąc później, ale wzrosty trwały zaledwie do przełomu kwietnia/maja. Obecnie nowe minima na rynku zbóż wywierają presję na notowania nawozów, szczególnie azotowych (mocznik RSM), gdzie dodatkowo ciąży nadpodaż produktu z Chin. Relatywnie lepiej wygląda sytuacja na nawozach saletranych (saletra/saletrzak) i wieloskładnikowych, ale to tutaj w długim terminie dostrzegamy największe ryzyko obniżki.

	2011	2012	2013*	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	5 338,0	7 098,7	9 821,0	9 407,1	9 604,7	9 938,1
EBITDA [mln PLN]	776,3	611,3	768,4	941,5	1 039,0	1 319,2
EBIT [mln PLN]	581,3	371,7	218,2	360,3	408,5	646,7
Wynik netto [mln PLN]	461,5	294,4	195,2	245,5	243,8	421,6
P/BV	2,3	2,0	1,1	1,1	1,1	1,0
P/E	15,5	24,3	36,6	29,1	29,3	16,9
EV/EBITDA	9,5	12,2	10,1	8,2	7,6	5,9
EV/EBIT	12,7	20,1	35,6	21,5	19,3	12,0

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe w kwocie 484,4 mln PLN

Wycena DCF [PLN]	45,3
Wycena porównawcza [PLN]	44,1
Wycena końcowa [PLN]	44,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-37,9%
Koszt kapitału	8,4%
Cena rynkowa [PLN]	72,0
Kapitalizacja [mln PLN]	7 142,1
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	80,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	49,5
Stopa zwrotu za 3 mc	17,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	40,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8,9%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	20,0%
PZU TFI*	8,7%
ING OFF*	7,0%
EBOiR	5,8%
Pozostali	25,5%

*- na podst. rejestracji akcji na WZA 10.06.14



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 45,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 44,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 44,7 PLN.

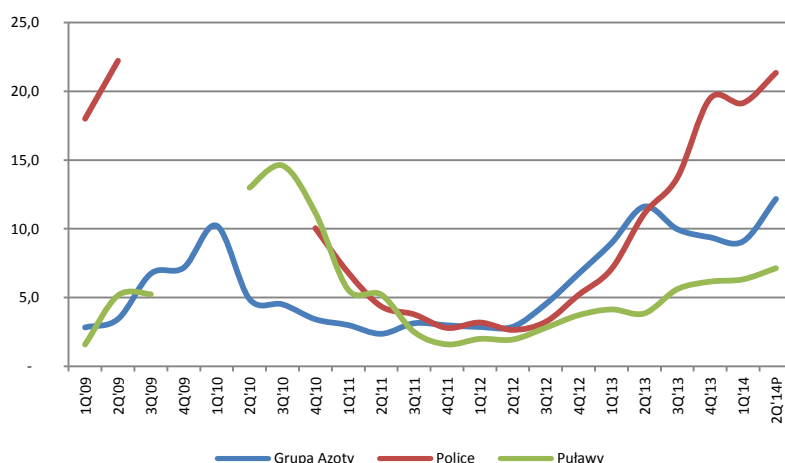
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	45,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	44,1

Wycena spółki [PLN] **44,7**

Źródło: BDM S.A.

Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Grupa Azoty, Police, Puławy



Spółka jest droższa niż Puławy i tańsza od Polic. Bieżące EV/EBITDA (stan na 2Q'14) kształtuje się na poziomie 12,1x vs 7,2x Puławy i 21,4x Police. Również prognozowane wskaźniki na lata 2014-2016 wskazują na istotną premię do ZAP.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Stopa dywidendy Grupa Azoty, Police, Puławy



Strategia spółki zakłada wypłatę 40-60% jednostkowego zysku netto. Z zysku za 2013 roku spółka wypłaciła ok. 45% zysku, czyli zaledwie 0,2 PLN/akcję (DY 0,3%). W kolejnych latach nie widzimy większego potencjału do wzrostu dywidendy (DY ok. 2%) z uwagi na bardzo ambitny program inwestycyjny w Tarnowie, Kędzierzynie czy Policach.

Źródło: BDM S.A., spółki

Zakupy akcji przez Acron, strategiczny podmiot MSP

Po ogłoszeniu wezwania na akcje Azotów Tarnów w maju 2012 roku przez rosyjski Acron, główny akcjonariusz (MSP) zmienił strategię co do całego sektora chemicznego w Polsce. Mimo wcześniejszych zaproszeń do składania ofert wezwanie zostało uznane za „wrogie” i w celu obrony spółki zdecydowano o konsolidacji sektora. Oferta Azotów Tarnów na akcje Puław za wyemitowane akcje skierowane do akcjonariuszy tej drugiej spółki rozwodniła udział Acronu do ok. 8,6% (przed operacją miał 13,2% akcji kupionych głównie w wyniku wezwania po 45 PLN/akcję). Dodatkowo uniemożliwiła przejęcie Puław przez Synthos, który mniej więcej w tym samym czasie ogłosił wezwanie po 102,5 PLN/akcję. W rezultacie powstała Grupa Azoty. Jednocześnie po zmianie statutu spółki, żaden podmiot inny niż MSP nie może wykonywać prawa głosu z więcej niż 20% akcji.

Działania MSP nie zniechęciły rosyjskiej spółki, która zwiększała swój udział w akcjonariacie Grupy Azoty głównie przez zakupy akcji z rynku. W czerwcu'14 Acron posiadał ponad 20% akcji, co umożliwiła spółce powołanie członka do rady nadzorczej Grupy Azoty. Niemniej istnieje ryzyko, że wobec dalszych działań MSP marginalizujących rolę Acron, spółka może sprzedać posiadany pakiet akcji. Jego średnioważona cena zakupu to ok. 55,5 PLN/akcję.

W sierpniu'14 spółka została wpisana na listę strategicznych podmiotów dla polskiej gospodarki opracowanej przez MSP. Wobec 22 spółek obecnej na niej MSP będzie sprawował szczególny nadzór właścicielski. W praktyce sam wpis nie ma większego znaczenia, bowiem spółka cały czas pozostaje państwowa. Bezpośrednio MSP jest największym akcjonariuszem (33%), a uwzględniając pośrednie udziały przez PZU TFI/OFE (12,58%) i opcję pierwokupu od EBOR (5,75%) posiada bezwzględna większość. Niemniej determinacja MSP w celu ochrony spółki stanowi ryzyko, bo niekoniecznie musi iść w parze z interesami mniejszościowych akcjonariuszy (np. kolejne przejęcia, realizacja niekoniecznie ekonomicznie uzasadnionych projektów itp.).

Geneza zakupów akcji przez Acron

Operacja	Data	Cena PLN/akcję	Ilość akcji [mln szt.]	% akcji	cum akcje [mln szt.]	cum %	uwagi
Zakupy z rynku	marzec 2012 ???	ok. 35	0,77	1,19%	0,77	1,19%	
Wezwanie	maj 2012	36			0,77	1,19%	cenę podwyższono
Wezwanie	lipiec 2012	45	7,72	12,03%	8,48	13,23%	
Obrona- rozwodnienie	styczeń 2013				8,48	8,55%	emisja aportowa do akcjonariuszy ZAP
Zakupy z rynku	styczeń 2013	ok. 55	0,35	0,36%	8,83	8,91%	
Zakupy z rynku	marzec 2013	ok. 55	1,78	1,80%	10,61	10,70%	
Zakupy z rynku	marzec/kwiecień 2013	ok. 55	2,17	2,18%	12,78	12,88%	
Zakupy z rynku	marzec/kwiecień 2013	ok. 55	2,44	2,46%	15,22	15,34%	
Zakupy z rynku	maj 2014	76,8	1,87	1,89%	17,09	17,22%	na WZA 10.06.14 Acron zgłosił 15,34% akcji
Transakcje pakietowe	maj 2014	77,2	2,76	2,78%	19,84	20,00%	
Średnioważony kurs		55,5					
Obecny kurs		72,0					
Zysk/strata		29,8%					

Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura akcjonariatu sprzed wezwania Acron

	% głosów
MSP	32,1%
ING OFE	12,9%
Aviva OFE	8,4%
PZU TFI	5,3%
Generali OFE	5,1%
Pozostali	36,3%

Źródło: BDM S.A., spółka- raport 2Q'12

Struktura akcjonariatu obecna

	% głosów
MSP	33,0%
Acron	20,0%
PZU TFI*	8,74%
ING OFE*	6,96%
EBOR	5,75%
Pozostali	25,5%

Źródło: BDM S.A., spółka. *- wg akcji zgłoszonych na WZA 10.06.2014

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjność biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Na wyprodukowanie 1 tony amoniaku potrzeba 32-38 MMBTU (910-1075 m³) gazu ziemnego lub 1,9 tony węgla (Chiny). W Polsce gaz jest wciąż droższy (11,4 USD/MMBTU) niż w Europie (po spadkach 7 USD/MMBTU). Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). Na Bliskim Wschodzie gaz kosztuje 1-2 USD/MMBTU, w Rosji kształtuje się na poziomie 3-3,5 USD/MMBTU, a w USA ok. 4 USD/MMBTU. Przy niskich kosztach węgla bardziej konkurencyjni są także Chińczycy. W rejonach o niskich kosztach gazu planowany jest wzrost mocy produkcyjnych. Szacuje się, że do 2017 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 5,3% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie może negatywnie wpłynąć na ceny, czego nie zakładamy (spodziewamy się utrzymania historycznych relacji cen nawozów i zbóż).

▪ Rewolucja łupkowa w USA

USA były do tej pory największym światowym importerem nawozów azotowych (ok. 8 mln ton rocznie przy popycie na poziomie 12 mln PLN) i stanowiły duży rynek zbytu dla firm europejskich. Rewolucja łupkowa i w konsekwencji niższy koszt energii/surowców całkiem zmienia dotychczasowy model. Przy cenie gazu 4 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 50% (EBITDA) i wiele z nich podjęło decyzję o rozbudowie mocy produkcyjnych. Tylko potwierdzone projekty wskazują na ponad 9 mln ton w moczniku do 2017 roku na tym rynku.

▪ 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.

▪ Ryzyko podaży akcji przez Acron

Norica Holding, spółka zależna rosyjskiego Acron, posiada ok. 20% akcji (wezwanie i zakupy z rynku). 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.

▪ 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 2013 roku wynosiło 13,8 tys. ludzi, a koszty wynagrodzeń przekraczają 11% ogółu kosztów. W przypadku europejskiego lidera Yara zatrudnienie jest o 30% niższe przy blisko 5-krotnie większej skali działania. Załoga jest silnie uzwiązkowiona, co rodzi ryzyko strajków i nieuzasadnionych roszczeń płacowych.

▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Zakładamy, że spółka będzie musiała nabywać od 2,5 (2014 rok) do 3,6 (2020 rok) mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości ok. 7 EUR/t (obecnie 6,0 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 60-95 mln PLN rocznie w skali grupy. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

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%, poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Zmiany głównych założeń w modelu (szczegóły strony 23-26):

Wolumeny sprzedaży

W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2014 roku będzie kształtować się na poziomie 81%, a na PA6/kapro ponad 90%. W 2015 roku spodziewamy się ok. 90% w nawozach (długoterminowo 98%- lepsze wykorzystanie siarczanu amonu dzięki inwestycji w granulację mechaniczną) i praktycznie utrzymania wolumenów PA6/kapro (długoterminowo 100%). W ZAK spółka praktycznie w pełni wykorzystuje ciągi na nawozach saletrzanych (94%). Zakładamy jedynie poprawę mixu (więcej saletry kosztem saletrzaku o niższej marży). Lepszych wolumenów oczekujemy w przypadku mocznika (wzrost wykorzystania mocy z ok. 70% do 100% w 2017 roku). W OXO następuje strukturalna zmiana zużycia plastifikatorów ftalowych (DEHP) na teraftalanowe (DOTP), przez co wykorzystanie mocy produkcyjnych spadło do ok. 37%. Niemniej spółka korzysta na wzroście popytu na alkohole 2EH, który generuje DOTP. Inwestycja ZAK w zmianę produkcji plastifikatorów jest obecnie realizowana (zakładamy utrzymanie wolumenów w długim terminie). W Policach obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych na nawozach wieloskładnikowych to 73% dla NPK i 86% dla DAP. Widzimy potencjał do poprawy wolumenów. W Puławach spółka obecnie w pełni wykorzystuje moce produkcyjne i konserwatywnie zakładamy, że wolumeny są trudne do utrzymania. Wąskie gardła to instalacja amoniaku i saletry amonowej.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 2Q'14 (mocznik/RSM, nawozy saletrzane i wieloskładnikowe, poliamid, kaprolaktam, melamina, alkohole i plastifikatory). W kolejnych kwartałach ceny nawozów uzależniamy od notowań pszenicy (powrót do średnioterminowych relacji), której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych CBOT (dółek notowań 3Q'14 i wzrost z 522 USD/100bu do 700 USD/100bu w 2017 roku). Relatywnie lepiej powinien zachowywać się segment nawozów wieloskładnikowych (Police) niż azotowych (gł. Puławy). Wskutek nadpodaży spodziewamy się relatywnie płaskiego rynku mocznika w latach 2014-2015 (310-320 USD/t). Lepiej powinien wyglądać segment nawozów saletrzanych (saletrzak, saletra amonowa), gdzie nie ma obecnie prowadzonych dużych inwestycji. W przypadku tworzyw nie oczekujemy większych zmian. Obecne marże nie zapewniają realizacji dodatnich wyników. Ich poprawa będzie możliwa dzięki niższym kosztom surowcowym. Podobnie zakładamy w segmencie chemicznym.

Ceny surowców

Do końca 2014 roku nie oczekujemy zmiany taryfy gazowej PGNiG. W kolejnych latach ceny gazu uzależniamy od zachowania ropy Brent (spadek do 100 USD/bbl do 2017 roku) i USD/PLN (umocnienie złotówki do 2,89). W rezultacie do 2017 roku cena gazu powinna spaść o ponad 12% (-3% r/r w 2015 roku). Obniżki wesprze globalna sytuacja na rynku gazu skroplonego, ale wciąż taryfa będzie kształtować się powyżej kosztów na zachodzie Europy.

Ceny surowców petrochemicznych (benzen/fenol) uzależniamy od notowań ropy naftowej Brent, której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych NYMEX (spadek z obecnych 104 USD/bbl do 100 USD/bbl do 2017 roku). Ceny fosforytów/soli potasowej uzależniamy od notowań głównych produktów powstających na ich bazie (DAP/NPK).

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Do kluczowych inwestycji należy budowa instalacji poliamid 6 w Tarnowie (budżet 320 mln PLN 2014-2016), nowa EC w ZAK (budżet 375 mln PLN 2014-2016) czy modernizacja instalacji amoniaku w Policach (budżet 156 mln PLN 2014-2016). W samym 2014 roku CAPEX powinien wynieść 850-900 mln PLN (760 mln PLN w poprzednim raporcie). Szczegóły zostały przedstawione w osobnym rozdziale.

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). W 2014 roku spółka będzie miała deficyt na poziomie 2,48 mln praw emisyjnych (poprzednio szacowaliśmy ok. 2,2 mln EUA), co spowoduje koszty rzędu 60 mln PLN (bez zmian, niższe ceny EUA). Długoterminowo (do 2020 roku) przy cenie 7 EUR/EUA koszty wzrosną do ok. 95 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za 2013 rok spółka wypłaciła 19,8 mln PLN dywidendy (DPS 0,2 PLN, blisko 45% jednostkowego zysku netto). Strategia GA zakłada wypłacanie 40-60% zysku w postaci dywidendy. Zakładamy, że w najbliższych latach będzie to ok. 60%, co da symboliczną stopę dywidendy.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 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 8 sierpnia 2014 roku

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 45,3 PLN.

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 821,0	9 407,1	9 604,7	9 938,1	10 121,1	10 082,8	9 973,7	9 845,1	9 845,1	9 845,1	9 845,1
EBIT [mln PLN]	187,2	360,3	408,5	646,7	760,0	863,6	787,6	703,7	780,5	753,2	728,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	35,6	68,5	77,6	122,9	144,4	164,1	149,7	133,7	148,3	143,1	138,4
NOPLAT [mln PLN]	151,6	291,8	330,9	523,8	615,6	699,5	638,0	570,0	632,2	610,1	590,0
Amortyzacja [mln PLN]	550,2	581,2	630,5	672,5	675,4	676,0	676,1	675,9	675,7	675,4	675,2
CAPEX [mln PLN]	-680,9	-908,6	-1079,4	-992,0	-687,8	-677,5	-674,5	-672,1	-672,1	-672,1	-672,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-82,2	60,3	159,5	19,3	-17,1	4,4	11,3	13,2	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-189,8	24,7	41,4	223,7	586,1	702,4	650,9	587,0	635,7	613,3	593,0
DFCF [mln PLN]		23,9	37,0	184,1	444,3	489,9	417,3	345,5	343,3	303,8	269,5
Suma DFCF [mln PLN]		2 858,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		6 588,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 994,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 853,3									
Dług netto* [mln PLN]		647,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]		709,2									
Wartość kapitału [mln PLN]		4 496,9									
Ilość akcji [mln szt.]		99,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		45,3									

Przychody zmiana r/r	-4,2%	2,1%	3,5%	1,8%	-0,4%	-1,1%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	92,5%	13,4%	58,3%	17,5%	13,6%	-8,8%	-10,7%	10,9%	-3,5%	-3,3%
FCF zmiana r/r	-113,0%	67,7%	439,8%	162,0%	19,9%	-7,3%	-9,8%	8,3%	-3,5%	-3,3%
Marża EBITDA	10,0%	10,8%	13,3%	14,2%	15,3%	14,7%	14,0%	14,8%	14,5%	14,3%
Marża EBIT	3,8%	4,3%	6,5%	7,5%	8,6%	7,9%	7,1%	7,9%	7,7%	7,4%
Marża NOPLAT	3,1%	3,4%	5,3%	6,1%	6,9%	6,4%	5,8%	6,4%	6,2%	6,0%
CAPEX / Przychody	9,7%	11,2%	10,0%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	156,3%	171,2%	147,5%	101,8%	100,2%	99,8%	99,4%	99,5%	99,5%	99,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	-1,7%	-0,2%	0,2%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,6%	-80,7%	-5,8%	9,3%	11,5%	10,4%	10,3%	-	-	-

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2013 powiększony o 19,8 mln PLN dywidendy

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
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	87,1%	87,2%	88,5%	91,0%	93,4%	95,7%	97,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	12,9%	12,8%	11,5%	9,0%	6,6%	4,3%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

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	45,7	49,0	53,1	58,3	65,1	74,3	87,7	108,7	146,4
	0,8	42,6	45,5	49,0	53,4	59,1	66,7	77,3	93,3	119,8
	0,9	39,7	42,3	45,3	49,2	54,0	60,3	68,9	81,3	100,8
	1,0	37,1	39,4	42,0	45,3	49,4	54,7	61,8	71,7	86,5
	1,1	34,7	36,7	39,1	41,9	45,5	49,9	55,8	63,8	75,3
	1,2	32,5	34,3	36,3	38,8	41,9	45,7	50,7	57,2	66,4
	1,3	30,4	32,0	33,9	36,1	38,7	42,0	46,2	51,7	59,1

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	49,2	53,0	57,8	63,9	72,0	83,5	100,6	129,2	186,3
	4,0%	42,6	45,5	49,0	53,4	59,1	66,7	77,3	93,3	119,8
	5,0%	37,1	39,4	42,0	45,3	49,4	54,7	61,8	71,7	86,5
	6,0%	32,5	34,3	36,3	38,8	41,9	45,7	50,7	57,2	66,4
	7,0%	28,6	30,0	31,6	33,5	35,9	38,7	42,3	46,9	53,0
	8,0%	25,2	26,3	27,6	29,1	30,9	33,1	35,8	39,1	43,4
	9,0%	22,2	23,1	24,2	25,4	26,8	28,5	30,5	33,0	36,1

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	76,2	71,7	67,6	63,9	60,4	57,3	54,4	51,7	49,2
	4,0%	66,3	61,6	57,3	53,4	50,0	46,8	43,9	41,3	38,8
	5,0%	58,3	53,4	49,2	45,3	41,9	38,8	36,1	33,5	31,2
	6,0%	51,7	46,8	42,6	38,8	35,5	32,6	30,0	27,6	25,4
	7,0%	46,1	41,3	37,1	33,5	30,4	27,6	25,1	22,8	20,8
	8,0%	41,3	36,6	32,6	29,1	26,1	23,4	21,1	18,9	17,0
	9,0%	37,1	32,6	28,7	25,4	22,5	20,0	17,7	15,7	13,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 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 8 sierpnia 2014 roku.

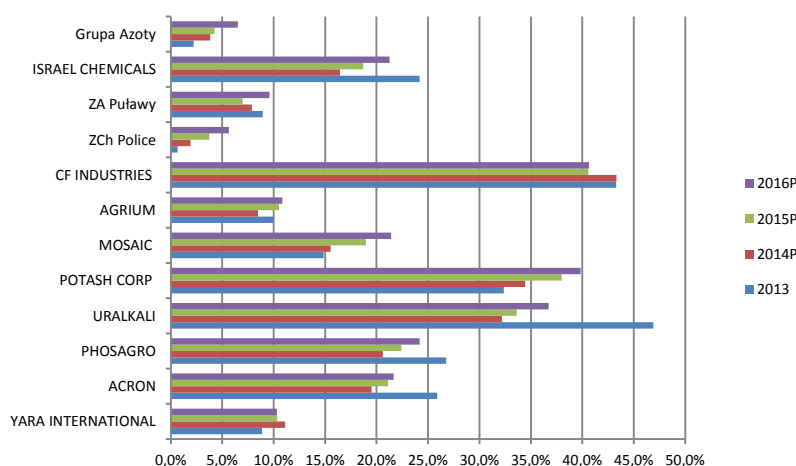
Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,4 mld PLN, co odpowiada 44,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 72,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z wyraźną premią do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,2	10,8	6,0	6,1	5,8	8,7	9,0	8,5
ACRON	4,5	3,4	3,5	4,8	4,5	3,9	5,7	5,1	4,6
PHOSAGRO	10,4	8,5	7,8	6,7	5,9	5,0	9,1	7,8	6,7
URALKALI	0,4	0,4	0,3	2,6	2,3	2,0	3,8	3,3	2,6
POTASH CORP	19,2	16,4	15,3	11,1	10,0	9,2	14,9	12,8	11,4
MOSAIC	17,2	13,2	11,6	8,7	7,3	6,2	13,2	9,9	8,0
AGRIUM	14,3	10,6	9,7	8,5	6,9	6,3	11,7	8,7	7,8
CF INDUSTRIES	11,8	12,2	10,5	6,8	7,3	6,1	8,0	8,9	7,3
ZCH POLICE	47,7	23,0	13,3	11,0	8,1	6,0	39,6	18,7	11,1
ZA PUŁAWY	11,2	13,7	9,9	5,6	5,9	4,7	8,7	9,9	7,0
ISRAEL CHEMICALS	14,0	11,0	9,8	9,4	8,1	7,1	12,8	10,7	8,9
MEDIANA	11,8	11,2	9,9	6,8	6,9	6,0	9,1	9,0	7,8
GRUPA AZOTY	29,1	29,3	16,9	8,2	7,6	5,9	21,5	19,3	12,0
Premia/dyskonto do spółki	145,9%	161,9%	71,0%	20,4%	9,6%	-1,9%	136,3%	115,0%	54,6%
Wycena wg wskaźnika	29,3	27,5	42,1	58,8	65,0	73,5	26,9	29,6	44,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		33,0			65,8			33,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	44,1								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.08.2014

Porównanie rentowności EBIT



Wysokie marże spółek amerykańskich (ponad 40%) i rosyjskich (20%-30%) wynikają z niższych kosztów gazu.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Na lata 2014-2016 spółka ma dość szeroki program inwestycyjny o wartość ok. 3 mld PLN w tym w 2014 roku planuje wydać 850-900 mln PLN. Do kluczowych inwestycji należy budowa nowej instalacji poliamidu (budżet 320 mln PLN), która pozwoli zagospodarować kaprolaktam w grupie wydłużając tym samym łańcuch produkcyjny. Instalacja ma być gotowa pod koniec 2016 roku. Docelową wydajność (80k ton) osiągnie w 2018 roku generując ok. 640 mln PLN i 170 mln PLN EBITDA (uwzględniając zaoszczędzoną marżę na niezbędnym kaprolaktamie).

Kluczowe w spółce są inwestycje środowiskowe dostosowujące fabryki do ostrzejszych wymagań emisji tlenków siarki od 2016 roku (dyrektywa IED). W Policach powstaje węzeł oczyszczania spalin (budżet 164 mln PLN, do wydania 2014-2016 117 mln PLN), a modernizacji poddane mają być linie amoniakalne (budżet 156 mln PLN). W ZAK powstaje nowa elektrociepłownia węglowa 25MWe (budżet 375 mln PLN). Obecna elektrociepłownia ma ok. 46 MWE, dlatego nowa EC będzie współpracować z istniejącą aż do całkowitego wyłączenia i likwidacji kotłów, co nastąpi ok. 2019 roku (kolejne zaostreżenie wymogów środowiskowych) Potrzebna będzie więc nowa inwestycja.

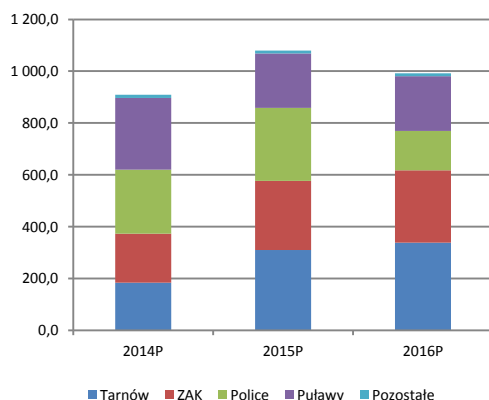
Najmniej inwestycji planowanych jest w Puławach. Z nowych projektów uwzględniliśmy instalację tiosiarczuanu amonu (ATS), która docelową wydajność 100k ton osiągnie w 2019 roku (budżet 120 mln PLN). Obecnie na finiszu są inwestycje w stokaz amoniaku (budżet 109 mln PLN, do wydania 34 mln PLN) poprawiający bezpieczeństwo operacyjne spółki, oraz zwiększające portfolio produktowe i poprawiające gospodarkę magazynową.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

zadanie	spółka	Budżet	2014P	2015P	2016P	RAZEM
Magazyn nawozów luzem 10k	ATT	43	22	22		43
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	320	32	128	160	320
Granulacja mechaniczna II	ATT	141	28	56	56	141
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczuanu amonu	ZAP	138	87			87
Budowa stokażu amoniaku 15k	ZAP	109	34			34
Instalacja ATS (tiosiarczuan amonu)	ZAP	120		60	60	120
Uruchomienie ciągłej produkcji Oxoplast OT	ZAK	62	20	20	20	59
Elektrociepłownia 25 Mwe	ZAK	375	75	150	150	375
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	164	58	58		117
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	156	39	39	78	156
RAZEM			394	533	524	1 451
Gwarantowane inwestycje	Siarkopol	30	10	10	10	30
Pozostałe/odtworzeniowe			505	537	458	1 499
RAZEM			909	1 079	992	2 980

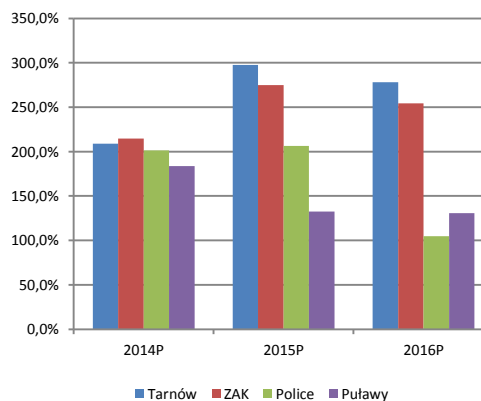
Źródło: BDM S.A., Spółki

CAPEX w podziale na spółki [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółki

CAPEX do amortyzacji w podziale na spółki



Źródło: BDM S.A., Spółki

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

W skali grupy na lata 2014-2015 obniżyliśmy EBITDA o ok. 13% głównie wskutek słabszego otoczenia w biznesie nawozowym, szczególnie w nawozach azotowych, gdzie marże na moczniku są niższe o ponad 30% vs nasze oczekiwania z końca 2013 roku. Poprzednio oczekiwaliśmy dołka cenowego na rynku zbóż/nawozów i szybkiej poprawy notowań. Faktycznie dołek wypadł miesiąc później, ale wzrosty trwały zaledwie do przełomu kwietnia/maja. Obecnie nowe minima na rynku zbóż wywierają presję na notowania nawozów, szczególnie azotowych (mocznik RSM), gdzie dodatkowo ciąży nadpodaż produktu z Chin. Relatywnie lepiej wygląda sytuacja na nawozach saletrzanych (saletra/saletrzak). W połączeniu z korzystniejszym mixem (więcej saletrzanych kosztem mocznika) i lepszym popytem na alkohole OXO (popyt determinuje substytucja plastifikatorów DOTP kosztem DEHP) w górę zrewidowaliśmy jedynie wyniki ZAK. W 1Q'14 nie doszacowaliśmy wyników Kędzierzyńskiej spółki (69 mln PLN EBITDA vs 30 mln PLN oczek.). Z kolei zbyt optymistycznie podeszliśmy do rezultatów Polic (51 mln PLN EBITDA vs 73 mln PLN oczek.), dlatego obniżyliśmy je w dół o ponad 30% (niższe marże i wolumeny NPK/mocznik, wyższe koszty stałe). O 16-20% obniżyliśmy wyniki Puław przez spodziewany przez nas płaski rynek mocznik/RSM w 2014-2015. Niemniej spółka dzięki swojej elastyczności może przerzucić część wolumenu RSM na saletrę czy melaminę, gdzie marże są lepsze. O ponad 20% obniżyliśmy wyniki samego Tarnowa. Spółka jest największym producentem siarczanu amonu, gdzie obecnie panuje nadpodaż (instalacje odsiarczania) erodująca ceny i marże. Kluczowe inwestycje (poliamid, granulacja mechaniczna) oddawane będą dopiero pod koniec 2016 roku.

Zmiana założeń na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	9 324,8	9 407,1	0,9%	9 490,1	9 604,7	1,2%	9 437,6	9 938,1	5,3%
EBITDA	1 088,0	941,5	-13,5%	1 201,6	1 039,0	-13,5%	1 170,7	1 319,2	12,7%
EBIT	579,7	360,3	-37,8%	678,5	408,5	-39,8%	634,0	646,7	2,0%
Zysk netto	378,8	245,5	-35,2%	453,3	243,8	-46,2%	428,2	421,6	-1,5%
Marża EBITDA	11,7%	10,0%		12,7%	10,8%		12,4%	13,3%	
Marża EBIT	6,2%	3,8%		7,1%	4,3%		6,7%	6,5%	
Marża netto	4,1%	2,6%		4,8%	2,5%		4,5%	4,2%	
EBITDA	1 088,0	941,5	-13,5%	1 201,6	1 039,0	-13,5%	1 170,7	1 319,2	12,7%
GK ZAT	119,3	90,2	-24,4%	132,6	105,2	-20,6%	143,8	174,1	21,0%
GK ZAK	152,7	199,5	30,7%	173,4	245,8	41,7%	177,2	293,3	65,5%
GK Police	264,7	170,2	-35,7%	314,9	242,3	-23,1%	310,4	315,3	1,6%
GK Puławy	500,9	420,2	-16,1%	525,2	393,3	-25,1%	490,7	488,8	-0,4%
Siarkopol	50,2	50,6	0,8%	55,5	52,4	-5,6%	48,7	47,6	-2,2%
Pszenica [USD/100bu]	637,5	583,8	-8,4%	700,0	596,4	-14,8%	700,0	655,2	-6,4%
Ropa naftowa [USD/bbl]	107,2	108,6	1,3%	100,0	106,6	6,6%	100,0	103,1	3,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 206,4	0,0%	1 165,8	1 138,2	-2,4%
EUR/PLN	4,10	4,19	2,1%	4,00	4,10	2,5%	3,90	4,00	2,6%
USD/PLN	3,11	3,09	-0,9%	3,08	3,04	-1,4%	2,98	2,96	-0,4%
Mocznik [USD/t]	347,5	311,1	-10,5%	350,0	320,0	-8,6%	350,0	340,0	-2,9%
Saletra amonowa [EUR/t]	349,9	325,3	-7,0%	365,1	340,6	-6,7%	365,1	361,9	-0,9%
Saletrzak [EUR/t]	246,8	259,4	5,1%	252,1	273,5	8,5%	252,1	290,6	15,3%
NPK [USD/t]	407,5	352,2	-13,6%	420,0	400,0	-4,8%	420,0	400,0	-4,8%
DAP [USD/t]	477,5	483,2	1,2%	530,0	500,0	-5,7%	530,0	520,0	-1,9%
Poliamid [EUR/t]	2 000,0	2 064,6	3,2%	2 000,0	2 075,0	3,8%	2 000,0	2 075,0	3,8%
Kaprolaktam [EUR/t]	1 710,0	1 925,8	12,6%	1 710,0	1 933,3	13,1%	1 710,0	1 933,3	13,1%
Alkohol 2EH [EUR/t]	1 500,0	1 449,7	-3,4%	1 500,0	1 460,7	-2,6%	1 500,0	1 412,6	-5,8%
Melamina [EUR/t]	1 400,0	1 371,8	-2,0%	1 400,0	1 400,0	0,0%	1 400,0	1 400,0	0,0%
Biel tytanowa [EUR/t]	2 500,0	2 350,0	-6,0%	2 500,0	2 400,0	-4,0%	2 500,0	2 500,0	0,0%
Fosfority [USD/t]	153,8	131,4	-14,5%	175,0	151,5	-13,4%	175,0	152,9	-12,6%
Sól potasowa [USD/t]	407,5	323,0	-20,7%	420,0	400,0	-4,8%	420,0	400,0	-4,8%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 30.12.2013

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023

Główne założenia kwartalne

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14P	4Q'14P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	643,0	641,1	871,3	846,4	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	521,6	544,3
Pszenica [USD/t]	236,3	235,6	320,2	311,0	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	191,7	200,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	118,7	108,8	109,4	110,1	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	108,6	108,1
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	2,4	2,3	2,9	3,6	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,2	4,2
Gaz Zeebrugge [USD/MMBTU]	9,3	9,2	9,0	10,3	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,0	8,1
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	9,7	11,0	11,1	11,5	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,4	11,2
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	350,8	324,7	328,7	358,4	360,9	328,6	295,8	272,6	323,8	317,3	330,0	330,0
Saletrzak [EUR/t]	273,3	257,2	251,5	260,4	259,9	244,3	220,3	216,3	252,9	254,8	265,0	265,0
Siarczan amonu [USD/t]	154,4	196,3	175,1	182,2	185,2	152,1	123,7	132,0	143,2	123,6	131,8	133,9
Mocznik [USD/t]	382,5	472,9	383,0	376,9	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	310,0	310,0
RSM [USD/t]	224,8	240,9	225,0	231,8	233,0	207,3	172,9	163,1	199,7	175,0	184,0	185,3
NPK [USD/t]	450,8	459,9	452,5	435,0	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	350,0	370,0
DAP [USD/t]	551,8	564,8	571,9	530,0	502,1	492,7	447,1	385,7	478,0	454,7	500,0	500,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 107,7	2 165,8	1 996,7	1 974,1	1 946,5	1 947,0	1 927,4	1 851,5	1 903,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3
Poliamid [EUR/t]	2 340,4	2 456,2	2 213,3	2 176,7	2 147,5	2 160,0	2 145,3	2 026,0	2 033,3	2 075,0	2 075,0	2 075,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 452,0	1 699,0	1 625,0	1 637,0	1 603,0	1 567,7	1 546,0	1 541,3	1 525,0	1 525,0	1 450,0	1 400,0
2EH [EUR/t]	1 110,0	1 239,7	1 125,0	1 119,3	1 114,7	1 078,7	1 048,3	1 035,0	1 030,0	1 030,0	1 060,0	1 060,0
Melamina [EUR/t]	1 065,0	1 045,0	1 103,3	1 281,7	1 431,7	1 455,0	1 386,7	1 357,0	1 353,0	1 334,3	1 400,0	1 400,0
Biel tytanowa [EUR/t]	3 150,0	3 238,3	3 068,3	2 800,0	2 516,7	2 425,0	2 425,0	2 400,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 107,0	1 295,2	1 295,2	1 295,2	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7
Fosfority [USD/t]	200,0	190,0	185,8	182,5	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	138,9	142,9
Sól potasowa [USD/t]	475,0	472,5	466,7	453,8	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	350,0	370,0
Siarka* [USD/t]	212,5	213,5	212,5	201,0	175,0	178,0	149,0	116,2	140,0	167,0	160,0	160,0
Benzen [USD/t]	920,4	947,3	1 011,0	1 041,5	1 082,3	1 023,7	969,1	917,6	1 013,0	1 009,9	1 011,8	1 023,3
Węgiel [PLN/t]	292,3	297,0	297,0	297,0	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9
Energia elektryczna [PLN/MWh]	234,9	234,9	234,9	234,9	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	998,4	811,9	789,9	904,0	948,9	828,5	705,2	589,3	807,4	774,7	838,8	838,8
Saletrzak	382,0	187,8	133,8	164,5	203,5	144,5	59,2	28,3	188,1	190,8	242,3	242,3
Siarczan amonu	172,5	206,5	66,5	80,1	137,5	173,1	83,7	86,8	101,8	9,4	59,7	67,3
Mocznik	601,8	828,7	528,6	457,0	504,3	369,9	227,2	209,7	298,4	185,3	252,1	267,6
RSM	541,2	546,2	450,9	474,3	503,2	406,7	271,0	218,8	375,0	269,0	312,5	317,9
NPK	523,2	553,7	538,1	465,7	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	404,9	345,3	395,1
DAP	692,6	765,4	802,1	637,6	634,7	620,0	504,7	461,3	699,1	622,2	712,4	711,9
Kaprolaktam	5 020,6	5 187,6	4 075,1	3 837,2	3 588,8	3 876,5	4 069,6	3 906,7	3 724,3	3 847,3	3 870,4	3 822,3
Poliamid	6 004,8	6 423,7	4 970,8	4 670,7	4 423,3	4 770,6	4 995,0	4 636,7	4 268,1	4 437,6	4 465,4	4 417,3
Alkohole (2EH)	21,2	199,1	287,0	411,6	148,0	217,2	-37,7	-121,3	-413,0	-434,7	-321,0	-375,1
Plastyfikatory (Oxo C)	1 698,2	2 238,9	2 222,1	1 043,1	578,7	596,8	818,9	980,3	1 229,3	1 593,0	1 281,9	1 017,4
Melamina	2 619,3	2 234,3	2 349,5	3 056,5	3 809,0	3 947,3	3 748,6	3 535,0	3 537,0	3 432,8	3 753,3	3 753,3
Biel tytanowa	5 726,7	6 544,7	5 977,6	5 431,5	4 680,4	5 742,7	6 539,9	7 041,8	7 264,8	7 275,2	7 277,4	7 235,6

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. * od 4Q'13 spółka ma długą pozycję rzędu max 200 tys. ton. rocznie

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Przychody	1 905,7	1 908,9	1 697,2	1 586,9	2 589,3	2 476,9	2 141,1	2 613,7	2 702,8	2 240,2	2 171,0	2 293,2
Nawozy	1 082,6	1 127,1	1 015,3	932,4	1 546,1	1 441,0	1 258,8	1 319,2	1 592,6	1 218,2	1 206,6	1 390,9
wieloskładnikowe	401,6	538,7	473,7	387,0	422,2	462,6	350,2	331,1	383,4	390,0	395,0	502,5
saletrzane	381,1	191,1	309,7	253,9	488,0	469,0	386,0	512,2	704,6	520,6	552,7	544,4
mocznik	171,5	210,0	114,6	142,8	203,0	212,0	137,0	214,1	244,9	163,6	124,4	201,7
siarczan amonu	57,2	57,3	50,9	47,6	61,6	39,6	36,0	43,5	41,0	30,6	38,1	46,3
RSM	0,0	0,0	0,0	0,0	137,0	222,0	136,0	105,3	106,1	113,4	96,4	96,1
Tworzywa	324,5	288,0	279,9	236,2	373,3	381,9	356,6	354,8	375,0	363,5	349,3	361,7
Poliamidy	247,7	248,2	220,6	206,3	205,0	207,0	182,0	198,6	227,8	225,2	201,7	204,2
Kapolaktam	57,2	19,1	33,9	31,7	149,0	142,0	134,0	139,9	149,9	138,3	147,6	157,5
Chemia	425,3	404,1	314,0	351,1	500,6	592,8	435,8	856,1	650,8	604,6	565,6	467,7
Alkohole	213,4	244,3	93,4	229,7	224,2	259,8	230,1	160,3	248,8	272,6	237,6	170,5
Plastyfikatory	89,6	101,2	29,7	63,5	55,3	49,9	50,0	29,7	45,8	43,4	46,4	27,1
Melamina	0,0	0,0	0,0	0,0	91,0	117,0	103,0	103,4	88,4	112,6	118,9	123,0
Mocznik techniczny	0,0	0,0	0,0	0,0	119,0	135,0	68,0	51,5	69,6	52,0	50,5	54,5
Pigmenty	114,6	111,4	103,7	70,9	88,2	92,6	85,0	61,8	80,2	91,3	82,3	60,4
Udział %												
Nawozy	56,8%	59,0%	59,8%	58,8%	59,7%	58,2%	58,8%	50,5%	58,9%	54,4%	55,6%	60,7%
wieloskładnikowe	21,1%	28,2%	27,9%	24,4%	16,3%	18,7%	16,4%	12,7%	14,2%	17,4%	18,2%	21,9%
saletrzane	20,0%	10,0%	18,2%	16,0%	18,8%	18,9%	18,0%	19,6%	26,1%	23,2%	25,5%	23,7%
mocznik	9,0%	11,0%	6,8%	9,0%	7,8%	8,6%	6,4%	8,2%	9,1%	7,3%	5,7%	8,8%
siarczan amonu	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,5%	1,4%	1,8%	2,0%
RSM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%	9,0%	6,4%	4,0%	3,9%	5,1%	4,4%	4,2%
Tworzywa	17,0%	15,1%	16,5%	14,9%	14,4%	15,4%	16,7%	13,6%	13,9%	16,2%	16,1%	15,8%
Poliamidy	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	7,9%	8,4%	8,5%	7,6%	8,4%	10,1%	9,3%	8,9%
Kapolaktam	3,0%	1,0%	2,0%	2,0%	5,8%	5,7%	6,3%	5,4%	5,5%	6,2%	6,8%	6,9%
Chemia	22,3%	21,2%	18,5%	22,1%	19,3%	23,9%	20,4%	32,8%	24,1%	27,0%	26,1%	20,4%
Alkohole	11,2%	12,8%	5,5%	14,5%	8,7%	10,5%	10,7%	6,1%	9,2%	12,2%	10,9%	7,4%
Plastyfikatory	4,7%	5,3%	1,8%	4,0%	2,1%	2,0%	2,3%	1,1%	1,7%	1,9%	2,1%	1,2%
Melamina	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	4,7%	4,8%	4,0%	3,3%	5,0%	5,5%	5,4%
Mocznik techniczny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	5,5%	3,2%	2,0%	2,6%	2,3%	2,3%	2,4%
Pigmenty	6,0%	5,8%	6,1%	4,5%	3,4%	3,7%	4,0%	2,4%	3,0%	4,1%	3,8%	2,6%
Przychody	1 905,7	1 908,9	1 697,2	1 586,9	2 589,3	2 476,9	2 141,1	2 613,7	2 702,8	2 240,2	2 171,0	2 293,2
GK ZAT	568,6	430,6	526,6	470,4	546,8	420,0	448,5	430,9	503,1	347,1	370,3	360,0
GK ZAK	607,0	544,0	432,0	572,0	545,0	530,0	474,0	527,0	572,0	540,4	507,9	406,6
GK Police	726,3	923,4	759,6	571,9	725,4	728,4	510,4	500,1	631,5	603,0	542,2	698,6
GK Puławy	0,0	0,0	0,0	0,0	936,6	930,2	839,8	922,8	983,4	812,9	778,1	849,5
Siarkopol	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,2	60,5	72,3	68,7	86,9
EBITDA*	300,8	172,0	78,3	60,2	355,7	283,1	111,3	18,4	325,1	216,4	173,5	226,5
GK ZAT	119,3	48,4	10,0	30,5	53,4	9,1	3,3	-53,6	40,5	5,6	22,2	22,0
GK ZAK	98,0	51,4	4,0	47,0	70,0	63,0	21,0	20,0	69,0	51,8	35,0	43,7
GK Police	82,6	57,9	50,1	20,3	61,3	52,8	24,2	-36,5	50,7	53,7	32,0	33,8
GK Puławy	0,0	0,0	0,0	0,0	185,0	147,7	54,8	57,5	148,7	91,5	72,4	107,6
Siarkopol	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	5,5	13,8	11,9	19,4
Marża EBITDA	15,8%	9,0%	4,6%	3,8%	13,7%	11,4%	5,2%	0,7%	12,0%	9,7%	8,0%	9,9%
GK ZAT	21,0%	11,2%	1,9%	6,5%	9,8%	2,2%	0,7%	-12,4%	8,0%	1,6%	6,0%	6,1%
GK ZAK	16,1%	9,4%	0,9%	8,2%	12,8%	11,9%	4,4%	3,8%	12,1%	9,6%	6,9%	10,8%
GK Police	11,4%	6,3%	6,6%	3,6%	8,5%	7,2%	4,7%	-7,3%	8,0%	8,9%	5,9%	4,8%
GK Puławy					19,8%	15,9%	6,5%	6,2%	15,1%	11,3%	9,3%	12,7%
Siarkopol								-0,4%	9,1%	19,1%	17,3%	22,3%
Produkcja NH3	617,7	587,8	498,5	539,4	613,2	535,7	487,4	571,2	620,9	546,0	490,9	548,2
Produkcja PA6 i POM	26,9	24,5	25,1	22,2	25,9	26,1	23,1	23,4	26,8	26,1	23,1	23,4
Produkcja kaprolaktamu	27,1	22,8	24,8	23,3	24,0	23,5	21,3	20,6	24,9	23,5	21,3	20,6
Produkcja alkoholi	51,1	43,2	33,6	49,3	40,7	46,9	41,8	29,5	46,0	50,7	41,8	29,5
Produkcja plastyfikatorów	15,1	11,2	9,9	8,0	8,3	7,6	7,6	4,6	7,2	6,8	7,6	4,6

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak. *- w 1Q'13 i 2Q'13 marża oczyszczona o jednorazowy zysk z tytułu nabycia ZA Puław (łącznie 446,1 mln PLN), a w 4Q o zysk z tytułu nabycia Siarkopol i AIG (69,3 mln PLN) i inne jednorazówki (-31 mln PLN).

Główne założenia roczne

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	750,4	684,8	583,8	596,4	655,2	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0
Pszenica [USD/t]	275,7	251,6	214,5	219,1	240,7	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	111,7	108,7	108,6	106,6	103,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	2,8	3,7	4,4	4,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Gaz Zeebrugge [USD/MMBTU]	9,4	10,5	8,1	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	10,9	11,2	11,4	11,2	10,9	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	340,6	314,5	325,3	340,6	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9
Saletrzak [EUR/t]	260,6	235,2	259,4	273,5	290,6	290,6	290,6	290,6	290,6	290,6	290,6	290,6
Siarczan amonu [USD/t]	177,0	148,2	133,1	136,5	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0
Mocznik [USD/t]	403,8	329,6	311,1	320,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0
RSM [USD/t]	230,6	194,1	186,0	190,2	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1
NPK [USD/t]	449,6	378,3	352,2	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
DAP [USD/t]	554,6	456,9	483,2	500,0	520,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 061,1	1 918,1	1 925,8	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3
Poliamid [EUR/t]	2 296,6	2 119,7	2 064,6	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0	2 075,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 603,3	1 564,5	1 475,0	1 363,3	1 318,4	1 278,9	1 278,9	1 278,9	1 278,9	1 278,9	1 278,9	1 278,9
2EH [EUR/t]	1 453,2	1 446,3	1 449,7	1 460,7	1 412,6	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2
Melamina [EUR/t]	1 123,8	1 407,6	1 371,8	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0
Biel tytanowa [EUR/t]	3 064,2	2 441,7	2 350,0	2 400,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 248,1	1 252,4	1 243,7	1 206,4	1 138,2	1 090,3	1 076,5	1 062,7	1 048,9	1 048,9	1 048,9	1 048,9
Fosforyty [USD/t]	189,6	148,0	131,4	151,5	152,9	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6
Sól potasowa [USD/t]	467,0	379,3	323,0	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
Siarka* [USD/t]	209,9	154,5	156,8	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0
Benzen [USD/t]	980,0	998,2	1 014,5	996,4	963,6	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8
Węgiel [PLN/t]	295,8	267,3	253,9	253,9	259,0	264,2	269,5	274,9	280,4	286,0	291,7	297,5
Energia elektryczna [PLN/MWh]	234,9	211,4	211,4	215,6	219,9	224,3	228,8	233,4	238,1	242,8	247,7	252,6
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	876,0	768,0	814,9	849,4	916,9	928,8	931,8	919,8	907,8	913,8	913,8	913,8
Saletrzak	217,0	108,9	215,9	276,9	365,7	384,7	379,8	374,9	370,1	370,1	370,1	370,1
Siarczan amonu	131,4	120,3	59,6	72,9	103,8	117,1	115,6	114,1	112,7	112,7	112,7	112,7
Mocznik	604,0	327,8	250,9	262,9	319,8	346,0	360,8	356,0	351,3	359,2	359,2	359,2
RSM	503,2	349,9	318,6	333,5	387,3	394,9	389,9	384,9	379,9	379,9	379,9	379,9
NPK	520,2	406,6	382,2	433,9	429,1	445,6	440,0	434,4	428,7	428,7	428,7	428,7
DAP	724,4	555,2	686,4	650,3	696,7	688,0	679,3	670,6	661,9	661,9	661,9	661,9
Kaprolaktam	4 530,1	3 860,4	3 816,1	3 841,3	3 878,8	3 944,4	3 894,4	3 844,4	3 794,6	3 794,6	3 794,6	3 794,6
Poliamid	5 517,5	4 706,4	4 397,1	4 379,4	4 403,8	4 462,8	4 406,3	4 349,8	4 293,3	4 293,3	4 293,3	4 293,3
Alkohole (2EH)	1 453,2	1 446,3	1 449,7	1 460,7	1 412,6	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2	1 370,2
Plastyfikatory (Oxo C)	1 800,6	743,7	1 280,4	967,2	912,5	874,1	863,0	851,9	840,9	840,9	840,9	840,9
Melamina	2 564,9	3 760,0	3 619,1	3 677,1	3 653,7	3 665,6	3 619,2	3 572,8	3 526,4	3 526,4	3 526,4	3 526,4
Biel tytanowa	5 920,1	6 001,2	7 263,3	7 262,6	7 412,2	7 319,6	7 226,9	7 134,3	7 041,7	7 041,7	7 041,7	7 041,7

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A.

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	7 099	9 821	9 407	9 605	9 938	10 121	10 083	9 974	9 845	9 845	9 845	9 845
Nawozy	4 157	5 565	5 408	5 730	6 080	6 270	6 210	6 140	6 061	6 061	6 061	6 061
wieloskładnikowe	1 801	1 566	1 671	1 962	2 132	2 324	2 295	2 266	2 236	2 236	2 236	2 236
saletrzone	1 136	1 855	2 322	2 373	2 480	2 452	2 424	2 374	2 343	2 343	2 343	2 343
mocznik	639	766	735	831	878	884	873	862	850	850	850	850
siarczan amonu	213	181	156	191	200	210	205	203	200	200	200	200
RSM	0	600	412	373	390	389	388	387	382	382	382	382
Tworzywa	1 129	1 467	1 449	1 427	1 440	1 482	1 523	1 503	1 484	1 484	1 484	1 484
Poliamidy	923	793	859	820	842	1 158	1 465	1 447	1 428	1 428	1 428	1 428
Kapolaktam	142	565	593	607	597	324	58	57	56	56	56	56
Chemia	1 494	2 385	2 289	2 209	2 167	2 120	2 103	2 085	2 058	2 058	2 058	2 058
Alkohole	781	874	930	887	837	802	791	781	771	771	771	771
Plastyfikatory	284	185	163	147	138	133	131	129	127	127	127	127
Melamina	0	414	443	465	463	466	469	473	466	466	466	466
Mocznik techniczny	0	374	227	229	237	234	231	228	225	225	225	225
Pigmenty	401	328	314	349	355	350	346	341	337	337	337	337
Udział %	95,5%	95,9%	97,2%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%	97,5%
Nawozy	58,6%	56,7%	57,5%	59,7%	61,2%	61,9%	61,6%	61,6%	61,6%	61,6%	61,6%	61,6%
wieloskładnikowe	25,4%	15,9%	17,8%	20,4%	21,4%	23,0%	22,8%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%
saletrzone	16,0%	18,9%	24,7%	24,7%	25,0%	24,2%	24,0%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
mocznik	9,0%	7,8%	7,8%	8,7%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
siarczan amonu	3,0%	1,8%	1,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
RSM	0,0%	6,1%	4,4%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Tworzywa	15,9%	14,9%	15,4%	14,9%	14,5%	14,6%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Poliamidy	13,0%	8,1%	9,1%	8,5%	8,5%	11,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Kapolaktam	2,0%	5,8%	6,3%	6,3%	6,0%	3,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Chemia	21,1%	24,3%	24,3%	23,0%	21,8%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Alkohole	11,0%	8,9%	9,9%	9,2%	8,4%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Plastyfikatory	4,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Melamina	0,0%	4,2%	4,7%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Mocznik techniczny	0,0%	3,8%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Pigmenty	5,6%	3,3%	3,3%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Przychody	7 099	9 821	9 407	9 605	9 938	10 121	10 083	9 974	9 845	9 845	9 845	9 845
GK ZAT	1 996	1 846	1 581	1 597	1 694	1 942	2 260	2 231	2 202	2 202	2 202	2 202
GK ZAK	2 155	2 076	2 027	1 972	1 956	1 905	1 881	1 857	1 833	1 833	1 833	1 833
GK Police	2 981	2 464	2 475	2 822	3 028	3 177	3 137	3 097	3 057	3 057	3 057	3 057
GK Puławy	0	3 629	3 424	3 372	3 414	3 386	3 353	3 330	3 288	3 288	3 288	3 288
Siarkopol	0	23	288	306	315	311	307	303	299	299	299	299
EBITDA*	611	768	941	1 039	1 319	1 435	1 540	1 464	1 380	1 456	1 429	1 404
GK ZAT	208	12	90	105	174	248	376	349	321	325	311	300
GK ZAK	200	174	200	246	293	267	264	254	243	253	248	240
GK Police	211	102	170	242	315	355	341	327	312	329	326	323
GK Puławy	0	445	420	393	489	521	516	494	466	511	505	502
Siarkopol	0	0	51	52	48	45	42	40	37	38	38	38
Marża EBITDA	8,6%	7,8%	10,0%	10,8%	13,3%	14,2%	15,3%	14,7%	14,0%	14,8%	14,5%	14,3%
GK ZAT	10,4%	0,7%	5,7%	6,6%	10,3%	12,8%	16,6%	15,6%	14,6%	14,7%	14,1%	13,6%
GK ZAK	9,3%	8,4%	9,8%	12,5%	15,0%	14,0%	14,0%	13,7%	13,2%	13,8%	13,5%	13,1%
GK Police	7,1%	4,1%	6,9%	8,6%	10,4%	11,2%	10,9%	10,6%	10,2%	10,8%	10,7%	10,6%
GK Puławy		12,3%	12,3%	11,7%	14,3%	15,4%	15,4%	14,8%	14,2%	15,6%	15,4%	15,3%
Siarkopol		-0,4%	17,5%	17,1%	15,1%	14,3%	13,7%	13,1%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%
Produkcja NH3	2 261,3	2 222,9	2 214,4	2 221,7	2 250,1	2 250,7	2 251,5	2 252,6	2 252,6	2 252,6	2 252,6	2 252,6
wykorzystanie mocy	101%	99%	98%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja PA6 i POM	98,2	98,5	99,4	96,9	102,0	142,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0
wykorzystanie mocy	96%	97%	97%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja kaprolaktamu	97,9	89,3	90,2	96,9	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
wykorzystanie mocy	96%	88%	88%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja alkoholi	177,1	158,8	168,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	109%	98%	104%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja plastyfikatorów	44,3	28,1	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2
wykorzystanie mocy	63%	40%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, *- w 2013 marża EBITDA oczyszczona o zysk na transakcji nabycia Puław 446,1 mln PLN, Siarkopolu i AIG (69,3 mln PLN) i pozostałe zdarzenia jednorazowe (-31 mln PLN).

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	3 651,1	6 635,6	6 944,5	7 378,3	7 683,3	7 681,6	7 669,3	7 654,3	7 637,7	7 621,6	7 606,2	7 591,4
Wartości niematerialne i prawne	290,5	527,7	512,2	497,2	482,6	468,5	454,8	441,5	428,6	416,1	404,0	392,2
Rzeczowe aktywa trwałe	2 845,7	5 791,0	6 115,4	6 564,3	6 883,8	6 896,2	6 897,6	6 896,0	6 892,2	6 888,7	6 885,4	6 882,4
Aktywa obrotowe	1 688,5	3 326,0	3 112,4	2 883,4	2 928,0	3 125,3	3 203,5	3 149,6	2 953,8	2 911,9	3 089,0	3 201,5
Zapasy	723,7	1 170,6	1 072,7	1 016,3	996,2	1 013,6	1 009,5	998,5	985,6	985,6	985,6	985,6
Należności krótkoterminowe	682,1	1 313,7	1 230,8	1 151,5	1 191,3	1 211,9	1 207,0	1 193,8	1 178,4	1 178,4	1 178,4	1 178,4
Inwestycje krótkoterminowe	262,5	819,8	787,1	693,8	718,6	878,0	965,2	935,4	767,9	726,1	903,2	1 015,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	243,4	713,0	680,2	586,9	611,8	771,2	858,4	828,6	661,1	619,3	796,4	908,8
Aktywa razem	5 339,7	9 961,5	10 056,8	10 261,7	10 611,2	10 806,9	10 872,8	10 803,9	10 591,4	10 533,6	10 695,3	10 793,0
Kapitał (fundusz) własny	3 076,6	5 561,5	5 787,1	5 918,0	6 256,5	6 605,3	6 872,3	7 001,8	6 994,3	7 098,0	7 197,3	7 227,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	320,6	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	680,7	2 418,3	3 078,0	3 210,7	3 371,3	3 623,5	3 788,2	3 963,7	4 011,7	4 050,5	4 166,7	4 219,4
Zysk zatrzymane/ niepokryte straty	2 039,4	2 654,5	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9	1 974,9
Zysk (strata) netto okresu	294,4	679,6	245,5	243,8	421,6	518,3	620,6	574,5	519,0	584,0	567,0	544,1
Udziały mniejszości	414,1	709,2	744,6	782,2	840,0	908,6	973,7	1 034,5	1 090,7	1 153,9	1 216,4	1 284,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 849,0	3 690,9	3 525,2	3 561,5	3 514,7	3 292,9	3 026,8	2 767,6	2 506,5	2 281,6	2 281,6	2 281,6
Rezerwy na zobowiązania	538,3	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5	916,5
Zobowiązania długoterminowe	328,5	743,9	713,9	683,9	653,9	538,9	414,1	299,1	184,7	86,7	86,7	86,7
-oprocentowane	264,8	683,1	673,1	713,1	653,1	523,1	386,9	256,9	126,9	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	982,1	2 004,5	1 869,9	1 935,7	1 918,0	1 810,8	1 669,5	1 525,6	1 379,3	1 252,3	1 252,3	1 252,3
-oprocentowane	264,8	683,1	673,1	713,1	653,1	523,1	386,9	256,9	126,9	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	5 339,7	9 961,5	10 056,8	10 261,7	10 611,2	10 806,9	10 872,8	10 803,9	10 591,4	10 533,6	10 695,3	10 793,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	7 098,7	9 821,0	9 407,1	9 604,7	9 938,1	10 121,1	10 082,8	9 973,7	9 845,1	9 845,1	9 845,1	9 845,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	6 107,7	8 436,7	7 785,8	7 860,9	7 917,9	7 949,7	7 771,6	7 718,8	7 652,6	7 647,2	7 649,9	7 649,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	991,1	1 384,3	1 621,3	1 743,8	2 020,2	2 171,4	2 311,2	2 254,8	2 192,4	2 197,9	2 195,2	2 195,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	572,6	1 154,1	1 219,5	1 258,2	1 292,7	1 326,8	1 360,3	1 377,2	1 393,5	1 417,4	1 442,0	1 467,3
Zysk (strata) na sprzedaży	418,4	230,2	401,8	485,6	727,5	844,6	950,9	877,6	798,9	780,5	753,2	728,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-46,7	472,5	-41,5	-77,2	-80,8	-84,6	-87,4	-90,0	-95,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA	611,3	1 252,8	941,5	1 039,0	1 319,2	1 435,3	1 539,6	1 463,8	1 379,7	1 456,1	1 428,6	1 403,5
EBIT	371,7	702,6	360,3	408,5	646,7	760,0	863,6	787,6	703,7	780,5	753,2	728,4
Saldo działalności finansowej	4,1	17,5	-27,8	-61,0	-54,9	-35,4	-17,1	-3,3	6,3	18,6	23,9	27,3
Zysk (strata) brutto	384,4	732,5	342,9	347,4	591,8	724,6	846,5	784,3	710,1	799,1	777,1	755,6
Zyski (straty) mniejszości	20,9	33,9	35,4	37,7	57,8	68,6	65,1	60,8	56,2	63,3	62,4	67,9
Zysk (strata) netto	294,4	679,6	245,5	243,8	421,6	518,3	620,6	574,5	519,0	584,0	567,0	544,1

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	543,8	990,5	963,5	1 150,0	1 244,8	1 297,0	1 396,4	1 338,0	1 269,2	1 316,8	1 293,1	1 271,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-595,3	-688,5	-875,7	-1 061,8	-973,6	-664,6	-651,7	-649,6	-652,3	-653,6	-648,3	-644,9
Przepływy z działalności finansowej	46,0	168,7	-120,5	-181,4	-246,3	-473,0	-657,4	-718,2	-784,4	-705,1	-467,7	-514,4
Przepływy pieniężne netto	-5,6	470,6	-32,8	-93,3	24,9	159,4	87,2	-29,8	-167,5	-41,8	177,1	112,5
Środki pieniężne na początek okresu	244,8	244,2	713,0	680,2	586,9	611,8	771,2	858,4	828,6	661,1	619,3	796,4
Środki pieniężne na koniec okresu	244,2	713,0	680,2	586,9	611,8	771,2	858,4	828,6	661,1	619,3	796,4	908,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	38,3%	-4,2%	2,1%	3,5%	1,8%	-0,4%	-1,1%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	104,9%	-24,9%	10,4%	27,0%	8,8%	7,3%	-4,9%	-5,7%	5,5%	-1,9%	-1,8%
EBIT zmiana r/r	89,0%	-48,7%	13,4%	58,3%	17,5%	13,6%	-8,8%	-10,7%	10,9%	-3,5%	-3,3%
Zysk netto zmiana r/r	130,9%	-63,9%	-0,7%	72,9%	22,9%	19,7%	-7,4%	-9,7%	12,5%	-2,9%	-4,0%
Marża brutto na sprzedaży	14,1%	17,2%	18,2%	20,3%	21,5%	22,9%	22,6%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
Marża EBITDA	12,8%	10,2%	11,0%	13,4%	14,3%	15,4%	14,8%	14,1%	14,9%	14,6%	14,4%
Marża EBIT	7,2%	3,8%	4,3%	6,5%	7,5%	8,6%	7,9%	7,1%	7,9%	7,7%	7,4%
Marża brutto	7,5%	3,6%	3,6%	6,0%	7,2%	8,4%	7,9%	7,2%	8,1%	7,9%	7,7%
Marża netto	6,9%	2,6%	2,5%	4,2%	5,1%	6,2%	5,8%	5,3%	5,9%	5,8%	5,5%
COGS / przychody	85,9%	82,8%	81,8%	79,7%	78,5%	77,1%	77,4%	77,7%	77,7%	77,7%	77,7%
SG&A / przychody	11,8%	13,0%	13,1%	13,0%	13,1%	13,5%	13,8%	14,2%	14,4%	14,6%	14,9%
SG&A / COGS	13,7%	15,7%	16,0%	16,3%	16,7%	17,5%	17,8%	18,2%	18,5%	18,9%	19,2%
ROE	12,2%	4,2%	4,1%	6,7%	7,8%	9,0%	8,2%	7,4%	8,2%	7,9%	7,5%
ROA	6,8%	2,4%	2,4%	4,0%	4,8%	5,7%	5,3%	4,9%	5,5%	5,3%	5,0%
Dług	1 340,3	1 300,3	1 310,3	1 220,3	975,3	714,3	469,3	224,9	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	13,5%	12,9%	12,8%	11,5%	9,0%	6,6%	4,3%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	15,5%	14,8%	14,6%	13,0%	9,9%	7,0%	4,5%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	21,4%	19,9%	19,6%	17,2%	13,0%	9,1%	5,8%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	627,3	620,1	723,4	608,5	204,1	-144,1	-359,3	-436,2	-619,3	-796,4	-908,8
Dług netto / kapitał własny	11,3%	10,7%	12,2%	9,7%	3,1%	-2,1%	-5,1%	-6,2%	-8,7%	-11,1%	-12,6%
Dług netto / EBITDA	0,5	0,7	0,7	0,5	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6
Dług netto / EBIT	0,9	1,7	1,8	0,9	0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-0,8	-1,1	-1,2
EV	7 769,4	7 762,1	7 865,4	7 750,6	7 346,2	6 998,0	6 782,8	6 705,9	6 522,8	6 345,7	6 233,2
Dług / EV	17,3%	16,8%	16,7%	15,7%	13,3%	10,2%	6,9%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,9%	9,7%	11,2%	10,0%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	123,8%	156,3%	171,2%	147,5%	101,8%	100,2%	99,8%	99,4%	99,5%	99,5%	99,6%
Amortyzacja / Przychody	5,6%	6,4%	6,7%	6,9%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	-0,6%	-1,7%	-0,2%	0,2%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,5%	14,6%	-80,7%	-5,8%	9,3%	11,5%	10,4%	10,3%	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	10,5	29,1	29,3	16,9	13,8	11,5	12,4	13,8	12,2	12,6	13,1
P/BV*	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/CE*	5,8	8,6	8,2	6,5	6,0	5,5	5,7	6,0	5,7	5,7	5,9
EV/EBITDA*	6,2	8,2	7,6	5,9	5,1	4,5	4,6	4,9	4,5	4,4	4,4
EV/EBIT*	11,1	21,5	19,3	12,0	9,7	8,1	8,6	9,5	8,4	8,4	8,6
EV/S*	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
BVPS	63,2	65,8	67,5	71,5	75,7	79,1	81,0	81,5	83,2	84,8	85,8
EPS	6,9	2,5	2,5	4,3	5,2	6,3	5,8	5,2	5,9	5,7	5,5
CEPS	12,4	8,3	8,8	11,0	12,0	13,1	12,6	12,0	12,7	12,5	12,3
FCFPS	0,2	0,4	2,3	5,9	7,1	6,6	5,9	6,4	6,2	6,0	6,0
DPS w okresie	1,7	0,2	1,1	0,8	1,7	3,6	4,5	5,3	4,8	4,7	5,2
Payout ratio	68,1%	45,0%	60,0%	60,0%	80,0%	80,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 72,0 PLN

ZCh POLICE**RAPORT ANALITYCZNY****SPRZEDAJ**

(POPRZEDNIO: SPRZEDAJ)

WYCENA 12,9 PLN**8 SIERPIEŃ 2014**

Spółka handlowana jest z wyraźną premią do konkurentów i podmiotów tworzących Grupę Azoty mimo dość agresywnych założeń poprawy wyników w latach 2014-2016. Okres ten będzie stanowił również apogeum wydatków inwestycyjnych, głównie obligacyjnych (węzeł oczyszczania spalin, modernizacja linii amoniakalnych), pozwalających spełnić ostrzejsze wymogi środowiskowe (dyrektywa IED od 2016 roku). W momencie obniżenia ścieżki poprawy wyników finansowych, czego nie można wykluczyć w otoczeniu najniższych od 2010 roku cen zbóż, istnieje ryzyko znacznego wzrostu zadłużenia (na koniec '14 DN/EBITDA 1,4x wobec 1,3x na 1Q'14). Długoterminowo zwracamy uwagę na słabsze perspektywy segmentu nawozów wieloskładnikowych wobec azotowych. Nasze obawy wynikają z bardzo wysokich relacji ich cen do notowań zbóż czy porównania intensywności nawożenia. Nie widząc uzasadnienia dla wysokiej wyceny rynkowej spółki **podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ** obniżając jednocześnie cenę docelową do 12,9 PLN/akcję.

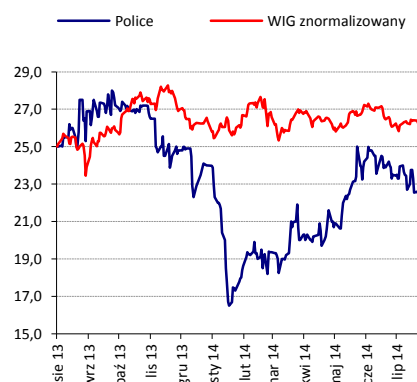
Obniżenie wyceny spółki wynika ze słabszego od naszych pierwotnych oczekiwań rynku nawozów/zbóż (gorsze ceny/marże oraz wolumeny NPK/DAP). Nie doszacowaliśmy również wyższych kosztów stałych w spółce, czego obrazem były rozczarowujące wyniki spółki za 4Q'13 i 1Q'14 (51 mln PLN EBITDA vs 73 mln PLN oczek.).

W 2Q'14 relatywnie lepsze otoczenie panowało w nawozach wieloskładnikowych niż azotowych. Notowania NPK wzrosły o 3,1% q/q (-14,5% r/r), a DAP spadły o 4,9% q/q (-7,7% r/r). Dzięki wyższej dynamice spadku podstawowych surowców (sól potasowa, fosforyty) teoretyczne marże na NPK wzrosły o 5,6% r/r (-13,9% r/r), a na DAP spadły o 11% q/q (+0,3% r/r). Najgorzej sytuacja prezentowała się na moczniku, gdzie ceny spadły o 10,8% q/q obniżając marże o grubo ponad 30% q/q (-50% r/r). W rezultacie spółka powinna zaprezentować relatywnie dobre wyniki spośród spółek nawozowych (53 mln PLN EBITDA vs 52,8 mln PLN w 2Q'13). W kolejnych kwartałach spółka również powinna poprawiać wyniki, a dynamika wzrostu będzie najwyższa wśród podmiotów tworzących Grupę Azoty. Nie będzie to jednak poprawa uzasadniająca obecną wycenę rynkową.

Wycena DCF [PLN]	13,8
Wycena porównawcza [PLN]	12,1
Wycena końcowa [PLN]	12,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-40,6%
Koszt kapitału	8,4%
Cena rynkowa [PLN]	21,8
Kapitalizacja [mln PLN]	1 635,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,2
Stopa zwrotu za 3 mc	4,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	17,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-17,7%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE*	13,9%
ARP*	8,8%
Skarb Państwa*	5,0%
Pozostali	6,4%

*- na podst. rejestracji akcji na WZA 24.04.14

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	2 765,6	2 981,2	2 464,4	2 475,3	2 821,6	3 028,0
EBITDA [mln PLN]	322,1	210,9	101,8	170,2	242,3	315,3
EBIT [mln PLN]	244,3	127,8	16,1	47,4	105,5	170,6
Wynik netto [mln PLN]	311,9	104,2	11,3	34,3	71,1	122,9
P/BV	1,7	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3
P/E	4,8	14,5	133,1	43,9	21,2	12,3
EV/EBITDA	5,3	7,9	16,5	10,3	7,6	5,6
EV/EBIT	6,9	13,1	104,5	36,9	17,5	10,3



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 13,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 12,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 12,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

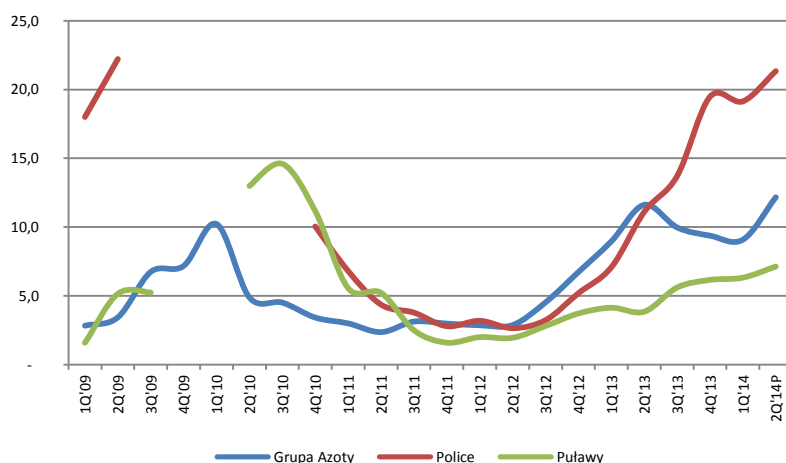
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	13,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	12,1

Wycena spółki [PLN]

12,9

Źródło: BDM S.A.

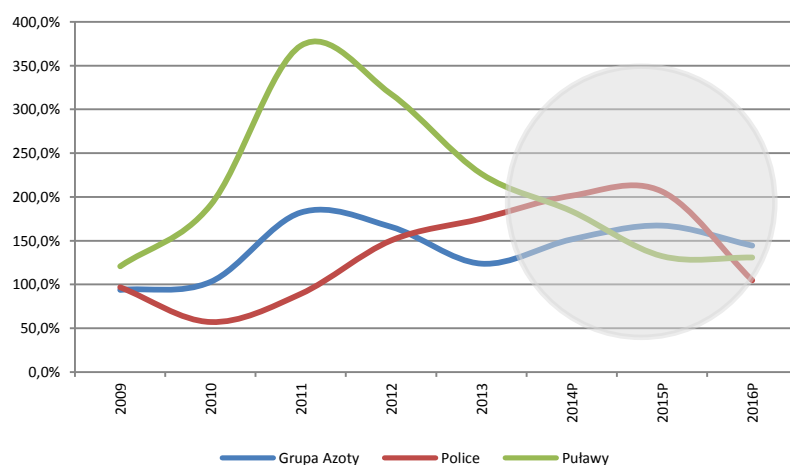
Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Grupa Azoty, Police, Puławy



Spółka jest wyraźnie najdroższa spośród innych podmiotów tworzących Grupę Azoty. Bieżące EV/EBITDA (stan na 2Q'14) kształtuje się na poziomie 21,4x vs 12,1x Grupa Azoty i 7,2x Puławy. Również prognozowane wskaźniki na lata 2014-2016 wskazują na istotną premię rzędu 60-20%.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

CAPEX/amortyzacja Grupa Azoty, Police, Puławy



Apogeum inwestycji w Policach przypada na okres 2014-2015. Inwestycje mają charakter głównie modernizacyjny i dostosowawczy do nowych wymogów środowiskowych od 2016 roku (tzw. dyrektywa IED) jak m.in. węzeł oczyszczania spalin czy modernizacja instalacji amoniakalnych.

Źródło: BDM S.A., spółki

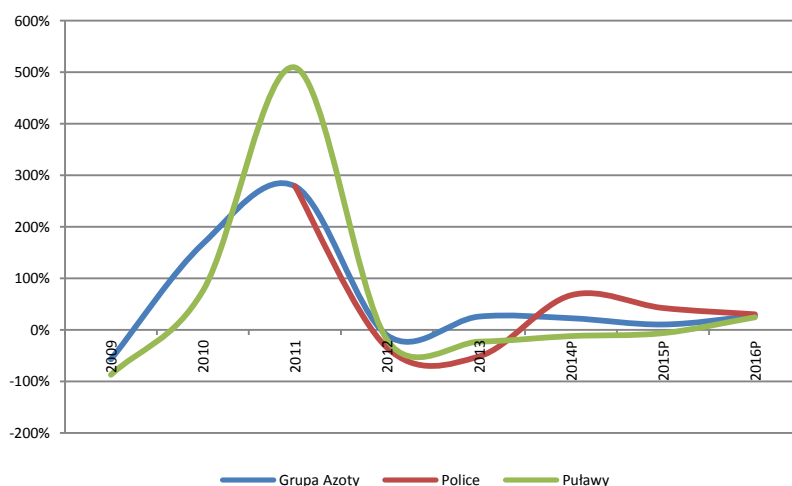
Stopa dywidendy Grupa Azoty, Police, Puławy



Przez zwiększone wydatki inwestycyjne w latach 2014-2015 spółka nie będzie w stanie wypłacić satysfakcjonującej dywidendy. Oczekujemy DY na poziomie 1-2%.

Źródło: BDM S.A., spółki

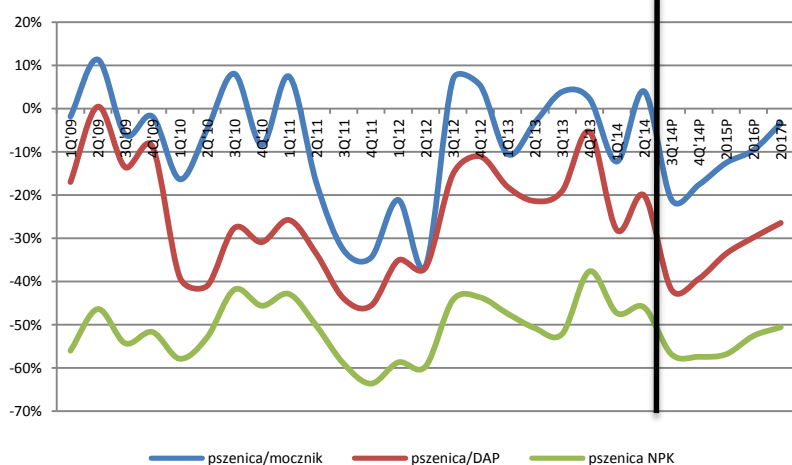
Dynamika poprawy EBITDA Grupa Azoty, Police, Puławy [r/r]



Mimo najwyższej dynamiki poprawy wyników w latach 2014-2016 wśród podmiotów tworzących Grupę Azoty (relatywnie lepsze otoczenie w nawozach wieloskładnikowych, potencjał znacznego zwiększenia wolumenu sprzedaży, oszczędności na kosztach dostaw fosforytów z Senegalu itp.), nie jesteśmy w stanie uzasadnić wysokiej wyceny rynkowej Polic.

Źródło: BDM S.A., spółki

Dysproporcje w relacjach pszenica/główne nawozy wobec długoterminowej średniej*



W długim terminie, mierząc relacje cenowe pszenicy do głównych nawozów (mocznik, DAP, NPK) to właśnie nawozy wieloskładnikowe, w szczególności NPK, mają potencjał do największego spadku. Zawyżone ceny NPK wiążemy z monopolem na rynku soli potasowej. Próba jego rozbicia we wrześniu '13 (wyjście Uralkali z BKP) spowodowała ponad 30% spadek cen w trzy miesiące.

Źródło: BDM S.A., spółki. *- Średnia w latach 1970-2013

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjność biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Na wyprodukowanie 1 tony amoniaku potrzeba 32-38 MMBTU (910-1075 m³) gazu ziemnego lub 1,9 tony węgla (Chiny). W Polsce gaz jest wciąż droższy (11,4 USD/MMBTU) niż w Europie (po spadkach 7 USD/MMBTU). Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). Na Bliskim Wschodzie gaz kosztuje 1-2 USD/MMBTU, w Rosji kształtuje się na poziomie 3-3,5 USD/MMBTU, a w USA ok. 4 USD/MMBTU. Przy niskich kosztach węgla bardziej konkurencyjni są także Chińczycy. W rejonach o niskich kosztach gazu planowany jest wzrost mocy produkcyjnych. Szacuje się, że do 2017 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 5,3% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie może negatywnie wpłynąć na ceny, czego nie zakładamy (spodziewamy się utrzymania historycznych relacji cen nawozów i zbóż).

▪ Rewolucja łupkowa w USA

USA były do tej pory największym światowym importerem nawozów azotowych (ok. 8 mln ton rocznie przy popycie na poziomie 12 mln PLN) i stanowiły duży rynek zbytu dla firm europejskich. Rewolucja łupkowa i w konsekwencji niższy koszt energii/surowców całkiem zmienia dotychczasowy model. Przy cenie gazu 4 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 50% (EBITDA) i wiele z nich podjęło decyzję o rozbudowie mocy produkcyjnych. Tylko potwierdzone projekty wskazują na ponad 9 mln ton w moczniku do 2017 roku na tym rynku.

▪ Ryzyko dostaw głównych surowców

Dostawy fosforytów dla spółki (17% wszystkich kosztów) 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, co mogłoby negatywnie wpłynąć na produkcję. Ponadto w momencie ograniczenia dostaw gazu z Rosji przez PGNiG spółka w poprzednich latach musiała wstrzymać produkcję amoniaku na drugiej linii. Niemniej spółka próbuje dywersyfikować dostawy surowców. Obecnie ok. 30% zużywanego gazu pochodzi z innego źródła niż z PGNiG, a w przypadku fosforytów spółka nabyła większościowy pakiet w AIG, posiadającej koncesję na poszukiwanie i wydobycie fosforytów w Senegalu (docelowo ponad 50% zapotrzebowania).

▪ Niski „free float”

Głównym akcjonariuszem spółki jest Grupa Azoty (66%), a „free float” to tylko 6,4%.

▪ Ryzyko emisji akcji

Spółka jest relatywnie najwyżej wyceniana wśród podmiotów tworzących Grupę Azoty, co rodzi ryzyko np. emisji akcji.

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

W 2013 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,2 tys. osób. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowiły 10,2% wszystkich kosztów. Istnieje ryzyko nieuzasadnionych żądań płacowych i strajków, które znacznie obciążą budżet firmy. Średnie płace w Policach należą do najniższych w Grupie Azoty, co dodatkowo wywiera presję na podwyżki.

▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Zakładamy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie 600-700 tys. uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości ok. 7 EUR/t (obecnie 6 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 14-20 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

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%, poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły strony 38-42):

Wolumeny sprzedaży

Oczekujemy ponad 30% wzrostu r/r wolumenów sprzedaży nawozów wieloskładnikowych w 2H'14, co wynikać będzie głównie z efektu niskiej bazy (bardzo słabe 2H'13). W przypadku nawozów azotowych (mocznik/amoniak) oczekujemy ok. 5% r/r wzrostu, a dla bieli bez zmian. W całym roku wykorzystanie mocy na głównych ciągach produkcyjnych powinno kształtować się na poziomie 73% (NPK), 86% (DAP), 88% (mocznik/amoniak), 90% (biel tytanowa). Pełne wykorzystanie mocy zakładamy od 2016 roku.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 2Q'14 (NPK, DAP, mocznik, amoniak, biel tytanowa). W kolejnych kwartałach ceny nawozów uzależniamy od notowań pszenicy (powrót do średnioterminowych relacji), której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych CBOT (dołek notowań 3Q'14 i wzrost z 522 USD/100bu do 700 USD/100bu w 2017 roku). Średnio w 2014 roku ceny NPK powinny być niższe o ok. 7% r/r, mocznika o 5,6% r/r, amoniaku o 4,6% r/r, bieli o 3,8% r/r, a DAP wyższe o 5,8% r/r. W 2015 roku relatywnie więcej zyskać powinny nawozy wieloskładnikowe. W przypadku mocznika/amoniaku spodziewamy się raczej płaskiego rynku wskutek utrzymującej się nadpodaży z Chin.

Ceny surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców do 2Q'14. W kolejnych kwartałach ceny soli potasowej/fosforitów uzależniamy od notowań NPK/DAP. W przypadku fosforitów uwzględniamy wyższe oszczędności (ok. 45 mln PLN vs 30 mln PLN poprzednio) z tytułu dostaw z Senegalu (w 2014 roku 350k vs 200k ton poprzednio).

Do końca 2014 roku nie oczekujemy zmiany taryfy gazowej PGNiG. W kolejnych latach ceny gazu uzależniamy od zachowania ropy Brent (spadek do 100 USD/bbl do 2017 roku) i USD/PLN (umocnienie złotówki do 2,89). W rezultacie do 2017 roku cena gazu powinna spaść o ponad 12% (-3% r/r w 2015 roku). Obniżki weszprze globalna sytuacja na rynku gazu skroplonego, ale wciąż taryfa będzie kształtować się powyżej kosztów na zachodzie Europy.

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Do kluczowych inwestycji należy węzeł oczyszczania spalin (wymóg środowiskowy od 2016 roku, budżet 164 mln PLN do wydania 117 mln PLN 2014-2015) i modernizacja instalacji amoniaku (obniżenie zużycia gazu, budżet 156 mln PLN na 2014-2016). W samym 2014 roku CAPEX powinien wynieść ok. 248 mln PLN (229 mln PLN poprzednio). Szczegóły zostały przedstawione w osobnym rozdziale.

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). W 2014 roku spółka będzie miała deficyt na poziomie 590 tys. praw emisyjnych (poprzednio szacowaliśmy ok. 300 tys. EUA), co spowoduje koszty rzędu 14,3 mln PLN (poprzednio ok. 8 mln PLN). Długoterminowo (do 2020 roku) przy cenie 7 EUR/EUA koszty wzrosną do ok. 20 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za rok 2013 spółka wypłaciła 23,3 mln PLN dywidendy (DPS 0,31 PLN, 45% zysku netto). Strategia GA zakłada pobieranie nie spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2015-2016 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła 50% z uwagi na szeroki program inwestycyjny (DY 1-2%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 75 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 sierpnia 2014 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,0 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 13,8 PLN.

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 464,4	2 475,3	2 821,6	3 028,0	3 177,2	3 137,0	3 096,8	3 056,5	3 056,5	3 056,5	3 056,5
EBIT [mln PLN]	56,3	47,4	105,5	170,6	209,9	195,4	180,7	165,4	182,9	180,0	177,0
Stopa podatkowa	19,0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,7	9,0	20,0	32,4	39,9	37,1	34,3	31,4	34,7	34,2	33,6
NOPLAT [mln PLN]	45,6	38,4	85,4	138,2	170,0	158,3	146,3	134,0	148,1	145,8	143,3
Amortyzacja [mln PLN]	85,7	122,9	136,8	144,7	145,4	146,0	146,3	146,5	146,5	146,5	146,5
CAPEX [mln PLN]	-150,1	-247,5	-282,2	-151,4	-152,5	-150,6	-148,6	-146,7	-146,7	-146,7	-146,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	209,8	45,4	-16,4	-18,0	-13,0	3,5	3,5	3,5	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	191,0	-40,8	-76,3	113,5	149,9	157,2	147,5	137,2	147,9	145,6	143,2
DFCF [mln PLN]		-39,5	-68,3	93,7	114,1	110,1	95,0	81,2	80,3	72,5	65,4
Suma DFCF [mln PLN]		604,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 590,6		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		726,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 331,1										
Dług netto* [mln PLN]		199,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]		96,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 035,2										
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,8										

Przychody zmiana r/r	0,4%	14,0%	7,3%	4,9%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-15,7%	122,4%	61,8%	23,0%	-6,9%	-7,5%	-8,5%	10,6%	-1,6%	-1,7%
FCF zmiana r/r	-121,3%	87,2%	-248,7%	32,1%	4,8%	-6,1%	-7,0%	7,8%	-1,6%	-1,7%
Marża EBITDA	6,9%	8,6%	10,4%	11,2%	10,9%	10,6%	10,2%	10,8%	10,7%	10,6%
Marża EBIT	1,9%	3,7%	5,6%	6,6%	6,2%	5,8%	5,4%	6,0%	5,9%	5,8%
Marża NOPLAT	1,6%	3,0%	4,6%	5,4%	5,0%	4,7%	4,4%	4,8%	4,8%	4,7%
CAPEX / Przychody	10,0%	10,0%	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
CAPEX / Amortyzacja	201,4%	206,2%	104,7%	104,9%	103,1%	101,6%	100,2%	100,2%	100,1%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,8%	0,6%	0,6%	0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-414,2%	4,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%			

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2013 powiększony o wypłatę 23,2 mln PLN dywidendy

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	86,0%	84,0%	86,0%	88,8%	91,5%	94,3%	97,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	14,0%	16,0%	14,0%	11,2%	8,5%	5,7%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

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	13,9	14,9	16,3	17,9	20,1	23,0	27,3	34,0	46,1
	0,8	12,9	13,8	15,0	16,4	18,2	20,6	24,0	29,1	37,6
	0,9	12,0	12,8	13,8	15,0	16,6	18,6	21,3	25,3	31,6
	1,0	11,2	11,9	12,7	13,8	15,1	16,8	19,1	22,3	27,0
	1,1	10,4	11,0	11,8	12,7	13,9	15,3	17,2	19,7	23,5
	1,2	9,7	10,3	10,9	11,8	12,7	14,0	15,5	17,7	20,6
	1,3	9,1	9,6	10,2	10,9	11,7	12,8	14,1	15,9	18,3

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%	15,0	16,2	17,7	19,7	22,3	26,0	31,4	40,6	58,9
	4,0%	12,9	13,8	15,0	16,4	18,2	20,6	24,0	29,1	37,6
	5,0%	11,2	11,9	12,7	13,8	15,1	16,8	19,1	22,3	27,0
	6,0%	9,7	10,3	10,9	11,8	12,7	14,0	15,5	17,7	20,6
	7,0%	8,5	8,9	9,4	10,1	10,8	11,7	12,9	14,4	16,3
	8,0%	7,4	7,8	8,2	8,7	9,3	10,0	10,8	11,9	13,3
	9,0%	6,5	6,8	7,1	7,5	8,0	8,5	9,2	10,0	10,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

Wzrostowa metoda: Beta i 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%	23,6	22,2	20,9	19,7	18,6	17,6	16,7	15,8	15,0
	4,0%	20,5	18,9	17,6	16,4	15,3	14,3	13,4	12,5	11,8
	5,0%	17,9	16,4	15,0	13,8	12,7	11,8	10,9	10,1	9,3
	6,0%	15,8	14,3	12,9	11,8	10,7	9,8	8,9	8,2	7,5
	7,0%	14,0	12,5	11,2	10,1	9,1	8,2	7,4	6,7	6,0
	8,0%	12,5	11,0	9,8	8,7	7,7	6,9	6,1	5,5	4,9
	9,0%	11,2	9,8	8,6	7,5	6,6	5,8	5,1	4,4	3,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 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 8 sierpnia 2014 roku.

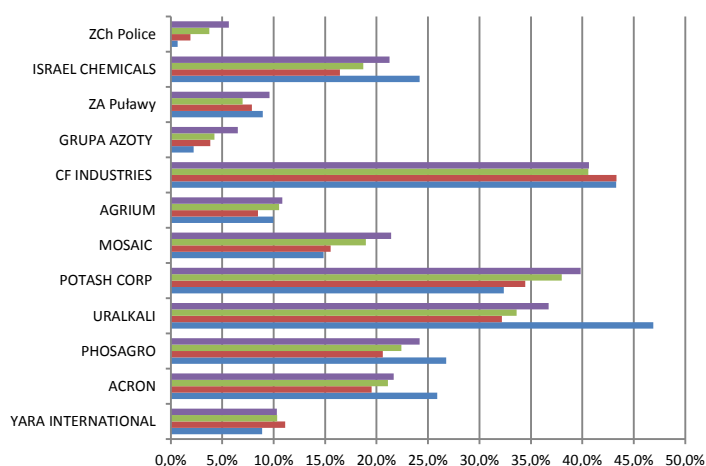
Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 0,9 mld PLN, co odpowiada 12,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 21,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z wyraźną premią do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,2	10,8	6,0	6,1	5,8	8,7	9,0	8,5
ACRON	4,5	3,4	3,5	4,8	4,5	3,9	5,7	5,1	4,6
PHOSAGRO	10,4	8,5	7,8	6,7	5,9	5,0	9,1	7,8	6,7
URALKALI	0,4	0,4	0,3	2,6	2,3	2,0	3,8	3,3	2,6
POTASH CORP	19,2	16,4	15,3	11,1	10,0	9,2	14,9	12,8	11,4
MOSAIC	17,2	13,2	11,6	8,7	7,3	6,2	13,2	9,9	8,0
AGRIUM	14,3	10,6	9,7	8,5	6,9	6,3	11,7	8,7	7,8
CF INDUSTRIES	11,8	12,2	10,5	6,8	7,3	6,1	8,0	8,9	7,3
GRUPA AZOTY	29,1	29,3	16,9	8,2	7,6	5,9	21,5	19,3	12,0
ZA Puławy	11,2	13,7	9,9	5,6	5,9	4,7	8,7	9,9	7,0
ISRAEL CHEMICALS	14,0	11,0	9,8	9,4	8,1	7,1	12,8	10,7	8,9
MEDIANA	11,8	11,2	9,9	6,8	6,9	5,9	9,1	9,0	7,8
ZCh Police	47,7	23,0	13,3	11,0	8,1	6,0	39,6	18,7	11,1
Premia/dyskonto do spółki	302,8%	105,7%	34,3%	60,9%	17,6%	2,0%	333,7%	108,4%	42,8%
Wycena wg wskaźnika	5,4	10,6	16,2	12,3	17,9	21,3	2,6	8,1	14,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		10,7			17,2			8,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	12,1								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.08.2014

Porównanie rentowności EBIT



Wysokie marże spółek amerykańskich (ponad 40%) i rosyjskich (20%) wynikają z niższych kosztów gazu. Poprawa marży w Policach w latach 2014-2015 będzie wynikać głównie z oszczędności w zakupie fosforytów (zakup 55% AIG)

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

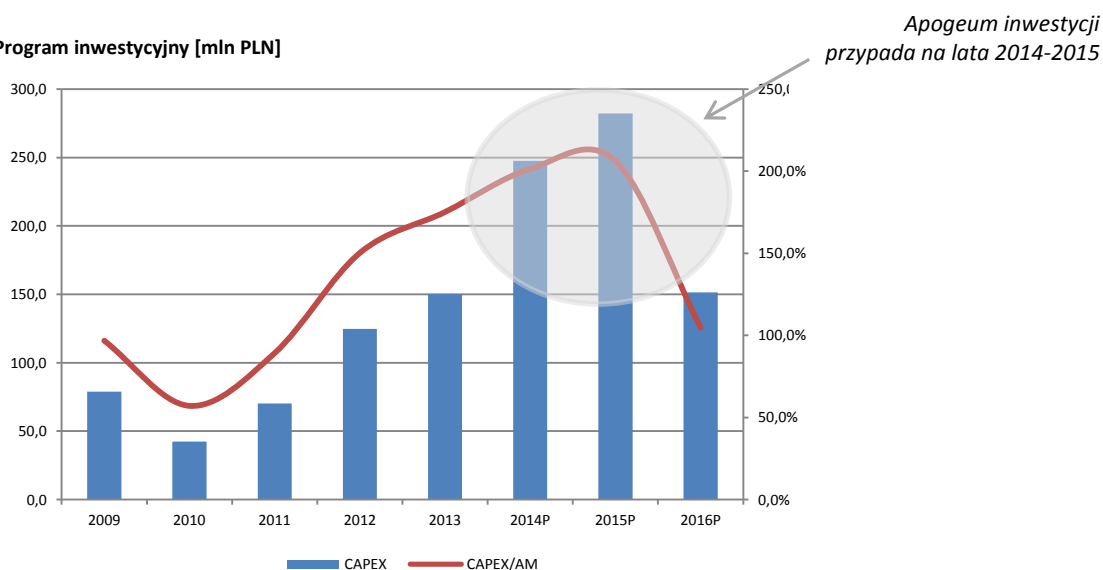
W latach 2014-2016 zakładamy, że spółka wyda ok. 700 mln PLN na inwestycję. Do kluczowych i obligatoryjnych należą inwestycje środowiskowe pozwalające dostosować instalacje do wymagających przepisów środowiskowych od 2016 roku (tzw. dyrektywa IED). Obecnie trwa budowa węzła oczyszczania spalin i modernizacja EC (budżet 164 mln PLN, do wydania 117 mln PLN). W tym roku ma rozpocząć się również modernizacja instalacji amoniakalnych (od 2017 roku zakładamy ok. 5% obniżkę zużycia gazu). W 2014 roku spółka ma także zapłacić II transzę za zakup senegalskiej spółki IAG (22 mln PLN), a w 2015 roku III i ostatnią transzę (57 mln PLN).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2014P	2015P	2016P	RAZEM
Modernizacja reaktorów syntezy amoniaku	24,4	12,9			12,9
Rozbudowa instalacji odsiarczania	8,9	6,9			6,9
Zakup drugiego młyna walcowego	5,4	1,8			1,8
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	163,7	58,4	58,4		116,7
Modernizacja instalacji amoniaku	155,6	38,9	38,9	77,8	155,6
Budowa instalacji do neutralizacji ścieków przemysłowych z TiO ₂	27,4	13,7	13,7		27,4
Senegal III transze	88,5	21,6	57,2		78,8
RAZEM		154,1	168,2	77,8	400,1
Pozostałe/odtworzeniowe		93,4	114,0	73,6	280,9
RAZEM		247,5	282,2	151,4	681,1

Źródło: BDM S.A., spółka

Program inwestycyjny [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka. Lewa skala: CAPEX, prawa skala: CAPEX w relacji do amortyzacji

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Na znaczące obniżenie prognoz dla spółki na lata 2014-2015 wpłynęły głównie niższe marże (-18% r/r) i wolumen (-4,5% r/r) na nawozach NPK przy wyższych kosztach stałych, których nie doszacowaliśmy w poprzednim raporcie. Już wyniki 1Q'14 były dla nas sporym rozczarowaniem. Spodziewaliśmy się 73 mln PLN EBITDA vs 50,8 mln PLN faktycznego zysku i to mimo wyższych o ponad 20% przychodów ze sprzedaży. Negatywnie na wyniki wpływa również słaba koniunktura na rynku mocznika (spadek marż o ponad 30%). Ubytku wyniku nie zrekompensują większe oszczędności na dostawach fosforu z Senegalu (45 mln PLN vs 31 mln PLN poprzednio dzięki większemu wolumenowi dostaw) czy lepsze otoczenie na amoniaku i bieli tytanowej (niższe ceny ilmenitu). Większy spadek EBIT/zysku netto to zasługa wyższej amortyzacji (przeszacowanie aktywów AIG) o ok. 30 mln PLN.

W kolejnych kwartałach otoczenie w nawozach wieloskładnikowych wydaje się relatywnie lepsze niż w przypadku nawozów azotowych, w szczególności mocznika/RSM. Dlatego spółkę powinna charakteryzować największa dynamika poprawy wyników finansowych (niska baza). Niemniej nie będzie ona na tyle duża, aby uzasadnić wysoką wycenę rynkową Polic.

Zmiana założeń na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	2 421,4	2 475,3	2,2%	2 576,6	2 821,6	9,5%	2 608,9	3 028,0	16,1%
EBITDA	292,3	170,2	-41,8%	318,2	242,3	-23,9%	313,2	315,3	0,7%
EBIT	197,6	47,4	-76,0%	211,9	105,5	-50,2%	199,5	170,6	-14,5%
Zysk netto	152,7	34,3	-77,5%	159,0	71,1	-55,3%	148,0	122,9	-16,9%
Marża EBITDA	12,1%	6,9%		12,3%	8,6%		12,0%	10,4%	
Marża EBIT	8,2%	1,9%		8,2%	3,7%		7,6%	5,6%	
Marża netto	6,3%	1,4%		6,2%	2,5%		5,7%	4,1%	
Pszenica [USD/100bu]	637,5	583,8	-8,4%	700,0	596,4	-14,8%	700,0	655,2	-6,4%
Ropa naftowa [USD/bbl]	107,2	108,6	1,3%	100,0	106,6	6,6%	100,0	103,1	3,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 206,4	0,0%	1 165,8	1 138,2	-2,4%
EUR/PLN	4,10	4,19	2,1%	4,00	4,10	2,5%	3,90	4,00	2,6%
USD/PLN	3,11	3,09	-0,9%	3,08	3,04	-1,4%	2,98	2,96	-0,4%
Mocznik [USD/t]	347,5	311,1	-10,5%	350,0	320,0	-8,6%	350,0	340,0	-2,9%
NPK [USD/t]	407,5	352,2	-13,6%	420,0	400,0	-4,8%	420,0	400,0	-4,8%
DAP [USD/t]	477,5	483,2	1,2%	530,0	500,0	-5,7%	530,0	520,0	-1,9%
Amoniak [USD/t]	429,2	455,3	6,1%	395,8	450,0	13,7%	395,8	440,0	11,2%
Biel tytanowa [EUR/t]	2 500,0	2 350,0	-6,0%	2 500,0	2 400,0	-4,0%	2 500,0	2 500,0	0,0%
Fosfority [USD/t]	153,8	131,4	-14,5%	175,0	151,5	-13,4%	175,0	152,9	-12,6%
Sól potasowa [USD/t]	407,5	323,0	-20,7%	420,0	400,0	-4,8%	420,0	400,0	-4,8%
Wolumen wieloskładnikowe	1 048,0	1 000,8	-4,5%	1 080,0	1 080,0	0,0%	1 146,0	1 212,0	5,8%
Wolumen mocznik	307,0	315,6	2,8%	360,0	360,0	0,0%	360,0	360,0	0,0%
Wolumen amoniak	183,0	189,7	3,7%	204,0	196,2	-3,8%	226,0	211,0	-6,6%
Wolumen biel	38,0	36,0	-5,3%	40,0	40,0	0,0%	40,0	40,0	0,0%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 20.11.2013

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023

Główne założenia kwartalne

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14P	4Q'14P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	643,0	641,1	871,3	846,4	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	521,6	544,3
Pszenica [USD/t]	236,3	235,6	320,2	311,0	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	191,7	200,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	118,7	108,8	109,4	110,1	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	108,6	108,1
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	2,4	2,3	2,9	3,6	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,2	4,2
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	9,3	9,2	9,0	10,3	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,0	8,1
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	9,7	11,0	11,1	11,5	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,4	11,2
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	450,8	459,9	452,5	435,0	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	350,0	370,0
DAP [USD/t]	551,8	564,8	571,9	530,0	502,1	492,7	447,1	385,7	478,0	454,7	500,0	500,0
Mocznik [USD/t]	382,5	472,9	383,0	376,9	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	310,0	310,0
Amoniak [USD/t]	402,3	533,9	619,2	627,8	566,1	498,2	430,2	415,0	439,5	481,9	450,0	450,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	3 150,0	3 238,3	3 068,3	2 800,0	2 516,7	2 425,0	2 425,0	2 400,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0
AdBlue [USD/t]	124,3	153,7	124,5	122,5	125,8	109,6	95,4	97,7	107,3	95,7	100,8	100,8
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 107,0	1 295,2	1 295,2	1 295,2	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7
Fosforyty [USD/t]	200,0	190,0	185,8	182,5	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	138,9	142,9
Sól potasowa [USD/t]	475,0	472,5	466,7	453,8	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	350,0	370,0
Siarka [USD/t]	212,5	213,5	212,5	201,0	175,0	178,0	149,0	116,2	140,0	167,0	160,0	160,0
Ilmenit [USD/t]	373,7	344,3	319,2	297,3	287,5	202,7	172,3	163,3	127,7	116,0	120,0	120,0
Węgiel [PLN/t]	292,3	297,0	297,0	297,0	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9
Energia elektryczna [PLN/MWh]	234,9	234,9	234,9	234,9	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4
Waluty												
EUR/PLN	4,23	4,26	4,13	4,11	4,15	4,20	4,25	4,18	4,18	4,17	4,20	4,20
USD/PLN	3,23	3,32	3,31	3,18	3,15	3,21	3,21	3,07	3,05	3,04	3,10	3,15
EUR/USD	1,31	1,28	1,25	1,29	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,35	1,33
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	523,2	553,7	538,1	465,7	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	404,9	345,3	395,1
DAP [PLN/t]	692,6	765,4	802,1	637,6	634,7	620,0	504,7	461,3	699,1	622,2	712,4	711,9
Mocznik [PLN/t]	601,8	828,7	528,6	457,0	504,3	365,3	228,0	209,7	300,0	185,3	252,1	267,6
Amoniak [PLN/t]	192,4	483,0	751,6	696,1	528,1	342,5	126,9	22,5	99,9	220,4	151,3	173,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	5 726,7	6 544,7	5 977,6	5 431,5	4 680,4	5 742,7	6 539,9	7 041,8	7 264,8	7 275,2	7 277,4	7 235,6
AdBlue [PLN/t]	195,9	270,3	171,6	149,3	163,9	120,2	73,9	68,2	97,0	60,2	81,9	87,0

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A.

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Przychody	726,3	923,4	759,6	571,9	725,4	728,4	510,4	500,1	631,5	603,0	542,2	698,6
Nawozy	593,9	784,5	642,8	487,7	626,4	620,1	415,5	427,9	542,9	501,2	451,8	629,3
Wieloskładnikowe	401,6	538,7	473,7	387,0	386,8	389,6	294,5	283,1	331,0	331,0	332,7	442,6
NPK	283,3	381,6	393,2	283,5	277,6	280,5	253,2	230,0	208,0	265,8	286,0	364,9
NP&PK&NS	118,4	157,1	80,5	91,2	109,2	109,1	41,4	53,1	123,0	65,3	46,6	77,7
Mocznik	123,8	128,6	87,8	92,8	114,0	99,9	57,0	76,1	114,0	72,8	60,1	116,0
Pozostałe (gł. amoniak)	68,4	117,2	81,3	7,9	125,6	130,7	63,9	68,7	97,9	97,4	59,1	70,6
Pigmenty (gł. biel)	114,6	111,4	103,7	70,9	88,3	92,5	85,0	61,8	80,2	91,3	82,3	60,4
Pozostałe (gł. AdBlue)	17,8	27,5	13,1	13,4	10,7	15,8	9,9	10,5	8,4	10,5	8,1	8,9
Udział												
Nawozy	81,8%	85,0%	84,6%	85,3%	86,4%	85,1%	81,4%	85,6%	86,0%	83,1%	83,3%	90,1%
Wieloskładnikowe	55,3%	58,3%	62,4%	67,7%	53,3%	53,5%	57,7%	56,6%	52,4%	54,9%	61,3%	63,4%
NPK	39,0%	41,3%	51,8%	49,6%	38,3%	38,5%	49,6%	46,0%	32,9%	44,1%	52,7%	52,2%
NP&PK&NS	16,3%	17,0%	10,6%	15,9%	15,1%	15,0%	8,1%	10,6%	19,5%	10,8%	8,6%	11,1%
Mocznik	17,0%	13,9%	11,6%	16,2%	15,7%	13,7%	11,2%	15,2%	18,1%	12,1%	11,1%	16,6%
Pozostałe (gł. amoniak)	9,4%	12,7%	10,7%	1,4%	17,3%	17,9%	12,5%	13,7%	15,5%	16,2%	10,9%	10,1%
Pigmenty (gł. biel)	15,8%	12,1%	13,6%	12,4%	12,2%	12,7%	16,7%	12,4%	12,7%	15,1%	15,2%	8,6%
Pozostałe (gł. AdBlue)	2,5%	3,0%	1,7%	2,3%	1,5%	2,2%	1,9%	2,1%	1,3%	1,7%	1,5%	1,3%
Zmiana r/r	18,2%	36,8%	28,3%	-35,3%	-0,1%	-21,1%	-32,8%	-12,5%	-12,9%	-17,2%	6,2%	39,7%
Nawozy	12,6%	36,6%	35,6%	-36,8%	5,5%	-21,0%	-35,4%	-12,3%	-13,3%	-19,2%	8,7%	47,1%
Wieloskładnikowe	-2,6%	19,2%	26,0%	-29,3%	-3,7%	-27,7%	-37,8%	-26,9%	-14,4%	-15,0%	12,9%	56,4%
NPK	9,0%	14,5%	81,3%	-1,0%	-2,0%	-26,5%	-35,6%	-18,9%	-25,1%	-5,2%	13,0%	58,6%
NP&PK&NS	-22,3%	32,7%	-49,4%	-65,0%	-7,7%	-30,6%	-48,6%	-41,8%	12,6%	-40,2%	12,7%	46,4%
Mocznik	19,4%	25,3%	31,8%	-22,0%	-8,0%	-22,3%	-35,1%	-17,9%	0,0%	-27,2%	5,4%	52,5%
Pozostałe (gł. amoniak)	492,5%	493,7%	158,4%	-92,5%	83,6%	11,5%	-21,3%	766,2%	-22,1%	-25,4%	-7,6%	2,8%
Pigmenty (gł. biel)	48,2%	23,6%	-0,3%	-28,0%	-22,9%	-17,0%	-18,0%	-12,8%	-9,2%	-1,3%	-3,2%	-2,3%
Pozostałe (gł. AdBlue)	85,7%	152,6%	-4,6%	-3,5%	-40,0%	-42,5%	-24,7%	-21,8%	-21,0%	-33,6%	-17,8%	-14,9%
EBIT	61,8	37,9	29,9	-1,8	39,6	31,9	5,5	-45,8	20,1	23,0	-3,1	0,3
Nawozy	34,8	55,1	49,0	-51,1	45,3	29,2	-1,5	-48,8	15,3	15,5	-9,0	0,1
Pigmenty	27,2	21,2	6,3	-8,9	-4,9	-0,3	5,0	4,3	5,2	9,0	8,0	3,1
Pozostałe	-0,2	-38,5	-25,4	58,2	-0,9	3,0	2,0	-1,3	-0,5	-1,5	-2,2	-2,8
Marża EBIT Adj.	8,5%	4,0%	4,0%	-7,0%	5,5%	3,8%	1,2%	-12,6%	3,2%	4,3%	0,1%	0,6%
Nawozy	5,9%	6,5%	7,6%	-16,8%	7,3%	4,7%	-0,5%	-14,1%	2,7%	3,7%	-1,2%	0,6%
Pigmenty	23,7%	17,8%	5,9%	-31,3%	-5,9%	-4,8%	5,7%	2,2%	6,5%	9,9%	9,7%	5,1%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	365,4	472,2	379,4	298,2	374,0	359,8	254,0	365,0	388,9	364,0	321,3	431,9
Wieloskładnikowe	239,5	321,3	278,1	220,2	237,9	242,1	170,0	230,0	238,0	239,6	233,1	290,2
NPK	170,4	235,6	234,6	158,0	168,0	203,3	145,4	185,9	155,2	193,1	203,5	241,7
NP&PK&NS	69,1	85,7	43,5	62,2	74,4	38,8	24,6	44,1	82,8	46,4	29,6	48,5
Mocznik	87,3	86,0	62,5	67,0	81,0	64,0	50,0	95,0	95,0	68,3	52,5	99,8
Pozostałe (gł. amoniak)	38,6	64,9	38,8	11,0	55,1	53,7	34,0	40,0	55,9	56,1	35,7	42,0
Pigmenty (gł. biel)	10,0	9,6	9,9	7,2	9,8	10,5	9,4	6,9	9,2	10,5	9,4	6,9
Pozostałe (gł. AdBlue)	31,1	37,7	22,3	24,0	18,9	31,4	22,6	24,4	18,0	36,1	26,0	28,0
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	239,5	321,3	278,1	220,2	242,4	242,1	170,0	230,0	238,0	239,6	233,1	290,2
Produkcja TiO2 [tys. ton]	10,0	9,6	9,9	7,2	9,8	10,5	9,4	6,9	9,2	10,5	9,4	6,9
Produkcja NH3 [tys. ton]	121,8	156,9	105,3	78,9	133,4	119,4	82,7	121,9	142,9	126,0	91,8	132,4
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	83,6	111,0	90,8	76,6	85,4	79,2	55,2	76,5	85,5	79,8	74,9	95,3
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	167,2	221,9	181,7	153,3	170,8	158,4	110,4	153,0	171,0	159,5	149,9	190,6
Produkcja U [tys. ton]	97,4	98,3	69,8	74,8	87,1	74,2	57,4	102,9	100,9	80,0	61,0	108,9

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, TiO2- biel tytanowa, H3PO4- kwas fosforowy, H2SO4-kwas siarkowy, U-mocznik. Marża Adj.- marża oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

Główne założenia roczne

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	750,4	684,8	583,8	596,4	655,2	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0
Pszenica [USD/t]	275,7	251,6	214,5	219,1	240,7	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	111,7	108,7	108,6	106,6	103,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	2,8	3,7	4,4	4,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	9,4	10,5	8,1	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	10,9	11,2	11,4	11,2	10,9	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	449,6	378,3	352,2	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
DAP [USD/t]	554,6	456,9	483,2	500,0	520,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0	530,0
Mocznik [USD/t]	403,8	329,6	311,1	320,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0
Amoniak [USD/t]	545,8	477,4	455,3	450,0	440,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	3 064,2	2 441,7	2 350,0	2 400,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
AdBlue [USD/t]	114,9	106,6	100,1	104,0	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5	110,5
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 248,1	1 252,4	1 243,7	1 206,4	1 138,2	1 090,3	1 076,5	1 062,7	1 048,9	1 048,9	1 048,9	1 048,9
Fosforyty [USD/t]	189,6	148,0	131,4	151,5	152,9	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6
Sól potasowa [USD/t]	467,0	379,3	323,0	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
Siarka [USD/t]	209,9	154,5	156,8	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0
Ilmenit [USD/t]	333,6	206,5	120,9	122,6	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7	127,7
Węgiel [PLN/t]	295,8	267,3	253,9	253,9	259,0	264,2	269,5	274,9	280,4	286,0	291,7	297,5
Energia elektryczna [PLN/MWh]	234,9	211,4	211,4	215,6	219,9	224,3	228,8	233,4	238,1	242,8	247,7	252,6
Waluty												
EUR/PLN	4,18	4,20	4,19	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80
USD/PLN	3,26	3,16	3,09	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
EUR/USD	1,28	1,33	1,36	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	520,2	406,6	382,2	433,9	429,1	445,6	440,0	434,4	428,7	428,7	428,7	428,7
DAP [PLN/t]	724,4	555,2	686,4	650,3	696,7	688,0	679,3	670,6	661,9	661,9	661,9	661,9
Mocznik [PLN/t]	604,0	326,8	251,2	284,2	358,6	404,4	399,3	394,2	389,1	389,1	389,1	389,1
Amoniak [PLN/t]	530,8	255,0	161,4	160,3	165,5	193,1	190,7	188,2	185,8	185,8	185,8	185,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	5 920,1	6 001,2	7 263,3	7 262,6	7 412,2	7 319,6	7 226,9	7 134,3	7 041,7	7 041,7	7 041,7	7 041,7
AdBlue [PLN/t]	196,8	106,5	81,5	92,4	116,6	131,4	129,8	128,1	126,4	126,4	126,4	126,4

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A.

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 981,2	2 464,4	2 475,3	2 821,6	3 028,0	3 177,2	3 137,0	3 096,8	3 056,5	3 056,5	3 056,5	3 056,5
Nawozy	2 508,9	2 090,0	2 125,2	2 438,3	2 637,8	2 791,9	2 756,6	2 721,3	2 685,9	2 685,9	2 685,9	2 685,9
Wieloskładnikowe	1 773,0	1 354,0	1 437,3	1 701,0	1 876,9	2 066,6	2 040,5	2 014,3	1 988,1	1 988,1	1 988,1	1 988,1
NPK	1 341,5	1 041,2	1 124,7	1 369,2	1 502,8	1 690,1	1 668,7	1 647,3	1 625,9	1 625,9	1 625,9	1 625,9
NP&PK&NS	447,2	312,8	312,6	331,8	374,1	376,5	371,8	367,0	362,2	362,2	362,2	362,2
Mocznik	433,0	347,0	362,9	419,2	434,6	429,1	423,7	418,3	412,8	412,8	412,8	412,8
Pozostałe (gł. amoniak)	274,9	389,0	325,0	318,1	326,4	296,1	292,4	288,7	284,9	284,9	284,9	284,9
Pigmenty (gł. biel)	400,6	327,6	314,2	349,1	354,8	350,3	345,9	341,5	337,0	337,0	337,0	337,0
Pozostałe (gł. AdBlue)	71,8	46,8	35,9	34,2	35,4	35,0	34,5	34,1	33,6	33,6	33,6	33,6
Udział												
Nawozy	84,2%	84,8%	85,9%	86,4%	87,1%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%
Wieloskładnikowe	59,5%	54,9%	58,1%	60,3%	62,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
NPK	45,0%	42,3%	45,4%	48,5%	49,6%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%	53,2%
NP&PK&NS	15,0%	12,7%	12,6%	11,8%	12,4%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Mocznik	14,5%	14,1%	14,7%	14,9%	14,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Pozostałe (gł. amoniak)	9,2%	15,8%	13,1%	11,3%	10,8%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Pigmenty (gł. biel)	13,4%	13,3%	12,7%	12,4%	11,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	2,4%	1,9%	1,5%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Zmiana r/r	7,8%	-17,3%	0,4%	14,0%	7,3%	4,9%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	6,9%	-16,7%	1,7%	14,7%	8,2%	5,8%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-0,8%	-23,6%	6,2%	18,3%	10,3%	10,1%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	22,3%	-22,4%	8,0%	21,7%	9,8%	12,5%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	-35,3%	-30,1%	0,0%	6,1%	12,7%	0,6%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	10,5%	-19,9%	4,6%	15,5%	3,7%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	63,3%	41,5%	-16,4%	-2,1%	2,6%	-9,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	8,3%	-18,2%	-4,1%	11,1%	1,6%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	49,3%	-34,8%	-23,2%	-4,9%	3,7%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	127,8	31,2	40,3	105,5	170,6	209,9	195,4	180,7	165,4	182,9	180,0	177,0
Nawozy	87,8	24,2	21,9	67,1	115,7	144,9	134,0	122,9	111,3	129,5	127,4	125,2
Pigmenty	45,8	4,2	25,4	43,9	57,9	66,6	63,8	61,0	58,2	57,9	57,5	57,1
Pozostałe	-5,8	2,7	-7,0	-5,5	-3,0	-1,6	-2,4	-3,3	-4,2	-4,5	-4,9	-5,3
Marża EBIT Adj.	3,0%	0,4%	2,1%	4,4%	6,2%	7,2%	6,8%	6,5%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%
Nawozy	2,1%	0,6%	1,5%	3,5%	5,1%	5,9%	5,6%	5,2%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%
Pigmenty	7,7%	-1,1%	8,1%	12,6%	16,3%	19,0%	18,5%	17,9%	17,3%	17,2%	17,1%	16,9%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1515	1357	1506	1636	1783	1883	1883	1883	1883	1883	1883	1883
Wieloskładnikowe	1059	885	1001	1080	1212	1320	1320	1320	1320	1320	1320	1320
NPK	799	703	794	864	972	1080	1080	1080	1080	1080	1080	1080
NP&PK&NS	260	182	207	216	240	240	240	240	240	240	240	240
Mocznik	303	290	316	360	360	360	360	360	360	360	360	360
Pozostałe (gł. amoniak)	153	183	190	196	211	203	203	203	203	203	203	203
Pigmenty (gł. biel)	37	37	36	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	115	97	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	1 079,9	884,5	1 000,8	1 080,0	1 212,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0
wykorzystanie mocy	81,8%	67,0%	75,8%	81,8%	91,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	38,1	36,6	36,0	38,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
wykorzystanie mocy	95,1%	95,2%	91,5%	90,0%	95,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	463,1	457,4	493,1	532,0	560,0	560,0	560,0	560,0	560,0	560,0	560,0	560,0
wykorzystanie mocy	83%	82%	88%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	338,1	296,3	335,5	360,7	404,4	436,8	436,8	436,8	436,8	436,8	436,8	436,8
wykorzystanie mocy	70%	62%	70%	75%	84%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	725,9	592,6	671,0	721,4	808,8	873,6	873,6	873,6	873,6	873,6	873,6	873,6
wykorzystanie mocy	71%	58%	66%	71%	79%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
Produkcja U [tys. ton]	356,6	321,6	350,7	395,1	395,1	395,1	395,1	395,1	395,1	395,1	395,1	395,1
wykorzystanie mocy	85%	80%	88%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, TiO2- biel tytanowa, H3PO4- kwas fosforowy, H2SO4-kwas siarkowy, U-mocznik. Marża Adj.- marża oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	917,7	1 274,9	1 399,5	1 544,9	1 551,6	1 558,7	1 563,3	1 565,6	1 565,9	1 566,1	1 566,3	1 566,5
Wartości niematerialne i prawne	8,2	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Rzeczowe aktywa trwałe	773,5	1 130,5	1 255,1	1 400,4	1 407,2	1 414,3	1 418,9	1 421,2	1 421,5	1 421,7	1 421,9	1 422,1
Aktywa obrotowe	628,5	712,8	594,6	633,3	727,6	784,6	780,0	773,5	765,1	755,1	771,2	787,2
Zapasy	383,6	368,4	343,8	376,2	403,7	423,6	418,3	412,9	407,5	407,5	407,5	407,5
Należności krótkoterminowe	191,5	255,2	206,4	235,2	252,4	264,9	261,5	258,2	254,8	254,8	254,8	254,8
Inwestycje krótkoterminowe	50,8	83,7	38,9	16,3	65,9	90,5	94,7	96,9	97,2	87,2	103,3	119,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	50,8	82,2	37,4	14,8	64,4	89,0	93,1	95,4	95,7	85,7	101,8	117,8
Aktywa razem	1 546,1	1 987,7	1 994,1	2 178,1	2 279,2	2 343,3	2 343,3	2 339,1	2 331,0	2 321,2	2 337,5	2 353,7
Kapitał (fundusz) własny	977,3	969,9	980,9	1 034,9	1 122,3	1 201,5	1 253,4	1 301,4	1 345,0	1 386,0	1 384,0	1 400,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	123,2	177,6	205,8	223,0	258,5	307,7	368,9	426,4	480,1	504,9	504,9	504,9
Zysk (strata) netto okresu	104,2	51,5	34,3	71,1	122,9	153,1	143,7	134,2	124,1	140,3	138,3	154,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	567,0	921,4	913,5	1 031,8	1 030,6	996,5	925,8	855,2	785,2	716,2	716,2	716,2
Rezerwy na zobowiązania	124,1	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4	210,4
Zobowiązania długoterminowe	98,2	132,7	132,7	132,7	132,7	117,7	102,7	87,7	73,3	73,3	73,3	73,3
-oprocentowane	78,4	59,4	59,4	59,4	59,4	44,4	29,4	14,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	344,0	572,3	564,4	682,7	681,5	662,3	606,7	551,1	495,5	426,5	426,5	426,5
-oprocentowane	137,7	199,0	219,0	289,0	259,0	219,0	169,0	119,0	69,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 546,1	1 987,7	1 994,1	2 178,1	2 279,2	2 343,3	2 343,3	2 339,1	2 331,0	2 321,2	2 337,5	2 353,7

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	2 981,2	2 464,4	2 475,3	2 821,6	3 028,0	3 177,2	3 137,0	3 096,8	3 056,5	3 056,5	3 056,5	3 056,5
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 707,3	2 225,8	2 184,9	2 452,3	2 583,7	2 685,2	2 657,0	2 629,0	2 601,0	2 600,2	2 599,5	2 598,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	274,0	238,6	290,5	369,3	444,3	492,0	480,0	467,9	455,5	456,4	457,0	457,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	185,4	228,5	232,4	246,1	255,6	263,4	265,5	267,7	269,9	273,5	277,1	280,8
Zysk (strata) na sprzedaży	88,6	10,0	58,0	123,2	188,7	228,6	214,5	200,2	185,6	182,9	180,0	177,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	39,3	46,2	-10,6	-17,7	-18,1	-18,7	-19,1	-19,5	-20,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA	210,9	142,0	170,2	242,3	315,3	355,3	341,4	327,0	311,8	329,4	326,5	323,5
EBIT	127,8	56,3	47,4	105,5	170,6	209,9	195,4	180,7	165,4	182,9	180,0	177,0
Saldo działalności finansowej	-20,4	-6,7	-10,7	-13,5	-10,8	-7,9	-5,1	-2,5	0,1	2,6	3,1	3,5
Zysk (strata) brutto	117,2	59,4	47,0	102,3	170,1	212,4	200,5	188,5	175,8	195,7	193,3	190,8
Zysk (strata) netto	104,2	51,5	34,3	71,1	122,9	153,1	143,7	134,2	124,1	140,3	138,3	154,5

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	146,0	219,8	216,7	220,2	277,3	313,8	316,7	304,6	291,8	302,5	300,0	297,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-113,7	-158,0	-246,8	-281,7	-149,5	-149,8	-147,8	-145,8	-143,8	-144,1	-143,7	-143,2
Przepływy z działalności finansowej	-29,1	-29,2	-14,7	38,9	-78,3	-139,3	-164,8	-156,6	-147,7	-168,3	-140,3	-138,3
Przepływy pieniężne netto	3,2	32,5	-44,8	-22,6	49,6	24,6	4,1	2,2	0,3	-10,0	16,1	16,0
Środki pieniężne na początek okresu	40,2	50,8	82,2	37,4	14,8	64,4	89,0	93,1	95,4	95,7	85,7	101,8
Środki pieniężne na koniec okresu	50,8	82,2	37,4	14,8	64,4	89,0	93,1	95,4	95,7	85,7	101,8	117,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-17,3%	0,4%	14,0%	7,3%	4,9%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-32,7%	19,9%	42,4%	30,1%	12,7%	-3,9%	-4,2%	-4,6%	5,6%	-0,9%	-0,9%
EBIT zmiana r/r	-56,0%	-15,7%	122,4%	61,8%	23,0%	-6,9%	-7,5%	-8,5%	10,6%	-1,6%	-1,7%
Zysk netto zmiana r/r	-50,6%	-33,4%	107,2%	73,0%	24,5%	-6,1%	-6,6%	-7,5%	13,0%	-1,4%	11,7%
Marża brutto na sprzedaży	9,7%	11,7%	13,1%	14,7%	15,5%	15,3%	15,1%	14,9%	14,9%	15,0%	15,0%
Marża EBITDA	5,8%	6,9%	8,6%	10,4%	11,2%	10,9%	10,6%	10,2%	10,8%	10,7%	10,6%
Marża EBIT	2,3%	1,9%	3,7%	5,6%	6,6%	6,2%	5,8%	5,4%	6,0%	5,9%	5,8%
Marża brutto	2,4%	1,9%	3,6%	5,6%	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	6,4%	6,3%	6,2%
Marża netto	2,1%	1,4%	2,5%	4,1%	4,8%	4,6%	4,3%	4,1%	4,6%	4,5%	5,1%
COGS / przychody	90,3%	88,3%	86,9%	85,3%	84,5%	84,7%	84,9%	85,1%	85,1%	85,0%	85,0%
SG&A / przychody	9,3%	9,4%	8,7%	8,4%	8,3%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	9,1%	9,2%
SG&A / COGS	10,3%	10,6%	10,0%	9,9%	9,8%	10,0%	10,2%	10,4%	10,5%	10,7%	10,8%
ROE	5,3%	3,5%	6,9%	11,0%	12,7%	11,5%	10,3%	9,2%	10,1%	10,0%	11,0%
ROA	2,6%	1,7%	3,3%	5,4%	6,5%	6,1%	5,7%	5,3%	6,0%	5,9%	6,6%
Dług	258,4	278,4	348,4	318,4	263,4	198,4	133,4	69,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	20,9%	22,3%	26,2%	23,5%	19,0%	14,2%	9,6%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	13,0%	14,0%	16,0%	14,0%	11,2%	8,5%	5,7%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	26,6%	28,4%	33,7%	28,4%	21,9%	15,8%	10,3%	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	176,2	241,0	333,6	254,0	174,4	105,3	38,0	-26,7	-85,7	-101,8	-117,8
Dług netto / kapitał własny	18,2%	24,6%	32,2%	22,6%	14,5%	8,4%	2,9%	-2,0%	-6,2%	-7,4%	-8,4%
Dług netto / EBITDA	1,2	1,4	1,4	0,8	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4
Dług netto / EBIT	3,1	5,1	3,2	1,5	0,8	0,5	0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7
EV	1 931,2	1 996,0	2 088,6	2 009,0	1 929,4	1 860,3	1 793,0	1 728,3	1 669,3	1 653,2	1 637,2
Dług / EV	13,4%	13,9%	16,7%	15,8%	13,7%	10,7%	7,4%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,0%	10,0%	11,4%	5,4%	5,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%
CAPEX / Amortyzacja	175,1%	201,4%	206,2%	104,7%	104,9%	103,1%	101,6%	100,2%	100,2%	100,1%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	2,9%	5,0%	5,5%	5,1%	4,8%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	-8,5%	-1,8%	0,6%	0,6%	0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	40,6%	-414,2%	4,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	34,1	51,2	24,7	14,3	11,5	12,2	13,1	14,1	12,5	12,7	11,4
P/BV*	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
P/CE*	12,8	11,2	8,4	6,6	5,9	6,1	6,3	6,5	6,1	6,2	5,8
EV/EBITDA*	13,6	11,7	8,6	6,4	5,4	5,4	5,5	5,5	5,1	5,1	5,1
EV/EBIT*	34,3	42,1	19,8	11,8	9,2	9,5	9,9	10,5	9,1	9,2	9,3
EV/S*	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
BVPS	12,9	13,1	13,8	15,0	16,0	16,7	17,4	17,9	18,5	18,5	18,7
EPS	0,7	0,5	0,9	1,6	2,0	1,9	1,8	1,7	1,9	1,8	2,1
CEPS	1,8	2,1	2,8	3,6	4,0	3,9	3,7	3,6	3,8	3,8	4,0
FCFPS	-0,5	-1,0	1,5	2,0	2,1	2,0	1,8	2,0	1,9	1,9	1,9
DPS w okresie	0,67	0,31	0,23	0,47	0,98	1,22	1,15	1,07	1,32	1,87	1,84
Payout ratio	48,4%	45,2%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 21,8 PLN

ZA PUŁAWY**RAPORT ANALITYCZNY****AKUMULUJ**

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 161 PLN**8 SIERPIEŃ 2014**

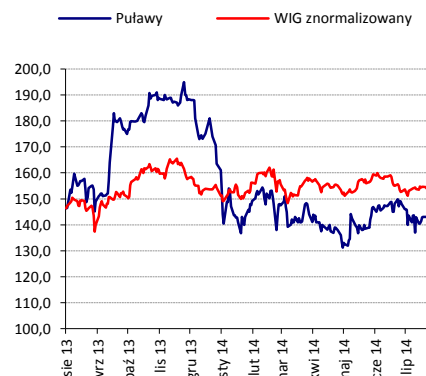
Mimo słabszego otoczenia w obszarze nawozów azotowych i w konsekwencji obniżonych założeń na lata 2014-2015 (brak poprawy notowań mocznik/RSM) spółka wciąż handlowana jest z dużym dyskontem do konkurentów (EV/EBITDA'14 5,6x, mediana 7-8x EBITDA) jak i podmiotów tworzących Grupę Azoty (GA 8,2x, PCE 11,0x EBITDA). Powyższe dyskonto uważamy za nieuzasadnione, zwracając uwagę na doinwestowany, zintegrowany i elastyczny majątek produkcyjny, przez co spółka posiada najwyższą zdolność dywidendową (oczekujemy DY w najbliższych latach ok. 6%). Nie zakładamy przy tym materializacji ryzyk, jak realizację niekluczowych i wątpliwych ekonomicznie projektów inwestycyjnych (gazowa EC wspólnie z PGE), potencjalnej emisji akcji (wzrost free float) czy dalszego spadku cen nawozów azotowych. Nowe stawki ceł w Chinach przyczyniły się do praktycznie potrojenia eksportu mocznika z tego kraju. Niemniej przy obecnych kosztach produkcji wraz z transportem i cłami Chińczycy nie są w stanie dostarczyć mocznika tańszego niż 250-290 USD/t (obecnie ok. 310 USD/t), przez co potencjał dalszej obniżki cen jest już niewielki. Poza tym wzrost eksportu Chin w pewnym stopniu jest buforowany przez ponad 50% mniejszą podaż z Ukrainy, gdzie przy podwyżce gazu produkcja stała się nieopłacalna. W rezultacie podtrzymujemy rekomendację **AKUMULUJ** obniżając jednocześnie cenę docelową do 161 PLN/akcję.

Spółka apogeum wydatków inwestycyjnych ma już za sobą (2010-2012) i ma dużą zdolność dywidendową. Przez pięć ostatnich lat spółka wypłacała regularnie dywidendę, a jej stopa sięgała przeciętnie 5,8%. W kolejnych latach spółka jest w stanie utrzymać podobny poziom.

W 1Q'14 spółka skorzystała na swojej elastyczności operacyjnej. Przy słabszych marżach na produkcji RSM ograniczyła wolumen o ponad 20% r/r zwiększając jednocześnie sprzedaż saletry amonowej i mocznika (gł. technicznego), gdzie otoczenie było relatywnie lepsze. Zmiany mixu produktowego przy lepszych marżach na nawozach saletranych niż mocznik/RSM spodziewamy się także w kolejnych kwartałach, przez co erozja wyników powinna być mniejsza niż u konkurentów.

Wycena DCF [PLN]	163
Wycena porównawcza [PLN]	160
Wycena końcowa [PLN]	161
Potencjał do wzrostu / spadku	16,0%
Koszt kapitału	8,9%
Cena rynkowa [PLN]	139
Kapitalizacja [mln PLN]	2 657,0
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	154
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	131
Stopa zwrotu za 3 mc	4,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-26,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	95,9%
Pozostali	4,1%

kalendaryzowy	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	3 602,4	3 981,8	3 797,9	3 423,8	3 372,3	3 414,1
EBITDA [mln PLN]	766,9	620,5	478,3	420,2	393,3	488,8
EBIT [mln PLN]	663,3	504,6	340,0	269,3	235,4	327,0
Wynik netto [mln PLN]	554,0	487,1	304,6	236,5	194,1	268,3
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
P/E	4,8	5,5	8,7	11,2	13,7	9,9
EV/EBITDA	3,0	3,6	4,8	5,6	5,9	4,7
EV/EBIT	3,5	4,4	6,7	8,7	9,9	7,0



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 163 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 160 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 161 PLN.

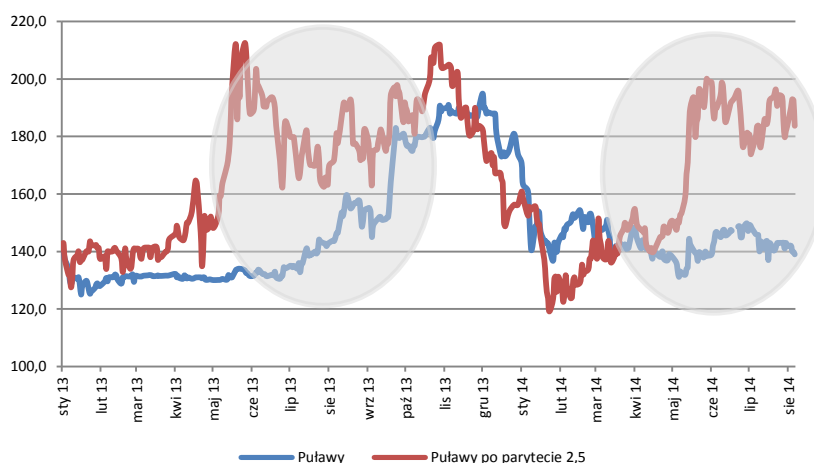
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	163
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	160

Wycena spółki [PLN] 161

Źródło: BDM S.A.

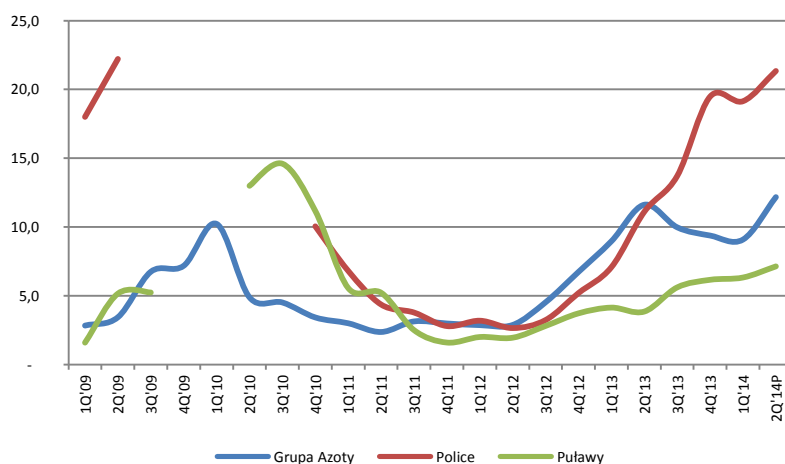
Cena akcji Puław vs cena wynikająca z parytetu 2,5:1 ZAP/ATT



Kurs akcji Puław od kilku miesięcy znacząco odbiega od przyjętego parytetu 2,5:1 wymiany akcji ZAP na akcje ATT. Parytet wskazuje na ponad 180 PLN/akcję Puław wobec bieżącej wyceny ok. 140 PLN/akcję. Oczywiście dostrzegamy przy tym przewartościowanie ATT (podobnie jak okres maj-sierpień 2013).

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

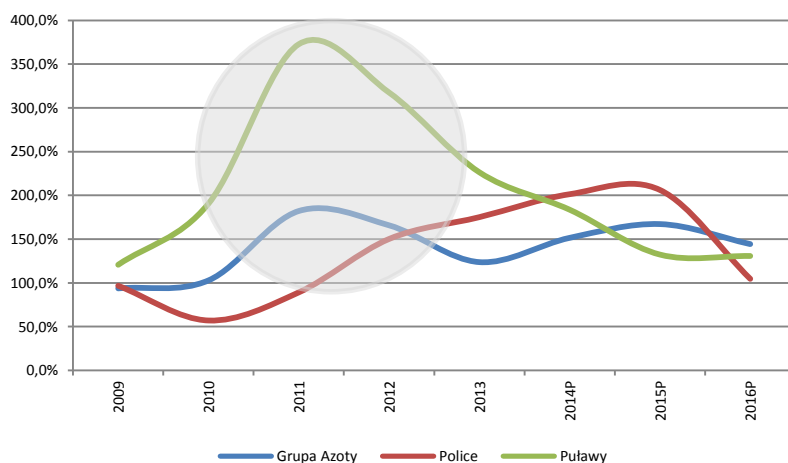
Historyczna wycena spółek EV/EBITDA Grupa Azoty, Police, Puławy



Spółka jest wyraźnie najtańsza spośród innych podmiotów tworzących Grupę Azoty. Bieżące EV/EBITDA (stan na 2Q'14) kształtuje się na poziomie 7,2x vs 12,1x Grupa Azoty i 21,4x Polic. Również prognozowane wskaźniki na lata 2014-2016 wskazują na istotne dyskonto rzędu 40-20%.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

CAPEX/amortyzacja Grupa Azoty, Police, Puławy



Spółka ma już za sobą największe inwestycje, w przeciwieństwie do zakładów w Tarnowie, Kędzierzynie i Policach, gdzie apogeum wydatków inwestycyjnych przypada na lata 2014-2016.

Źródło: BDM S.A., spółki

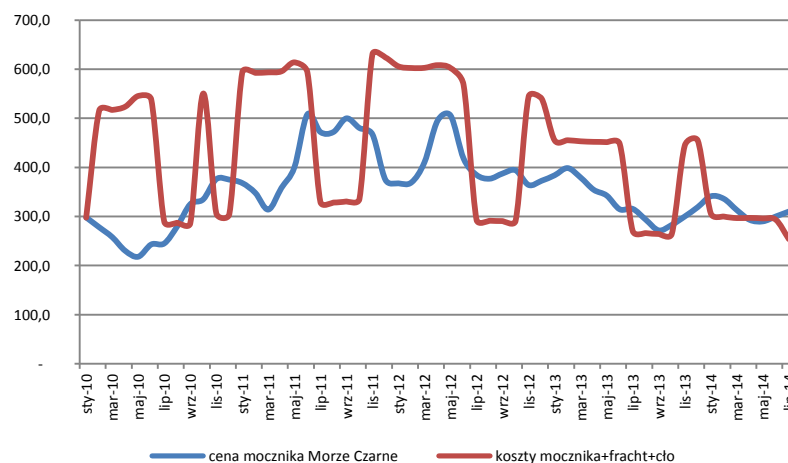
Stopa dywidendy Grupa Azoty, Police, Puławy



Dzięki ograniczeniu wydatków inwestycyjnych spółka ma dużą zdolność do wypłaty wysokich dywidend. Szacujemy, że w najbliższych latach stopa dywidendy powinna kształtować się na poziomie ok. 6% wobec 1-2% w Grupie Azoty i Policach.

Źródło: BDM S.A., spółki

Cena mocznika Youzhny [USD/t] vs koszty produkcji w Chinach+fracht+cło



Nawet po obniżce cen w niskim sezonie (lipiec-październik), Chińczycy nie są w stanie wyprodukować i dostarczyć mocznik po cenie niższej niż 250-290 USD/t wobec bieżącej ceny ok. 310 USD/t (zakładamy 310-320 USD/t w latach 2014-2015). W rezultacie istnieje już nieduży potencjał dalszych spadków cen. Notowania powinien stabilizować brak podaży z Ukrainy.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjność biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Na wyprodukowanie 1 tony amoniaku potrzeba 32-38 MMBTU (910-1075 m³) gazu ziemnego lub 1,9 tony węgla (Chiny). W Polsce gaz jest wciąż droższy (11,4 USD/MMBTU) niż w Europie (po spadkach 7 USD/MMBTU). Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). Na Bliskim Wschodzie gaz kosztuje 1-2 USD/MMBTU, w Rosji kształtuje się na poziomie 3-3,5 USD/MMBTU, a w USA ok. 4 USD/MMBTU. Przy niskich kosztach węgla bardziej konkurencyjni są także Chińczycy. W rejonach o niskich kosztach gazu planowany jest wzrost mocy produkcyjnych. Szacuje się, że do 2017 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 5,3% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie może negatywnie wpłynąć na ceny, czego nie zakładamy (spodziewamy się utrzymania historycznych relacji cen nawozów i zbóż).

▪ Rewolucja łupkowa w USA

USA były do tej pory największym światowym importerem nawozów azotowych (ok. 8 mln ton rocznie przy popycie na poziomie 12 mln PLN) i stanowiły duży rynek zbytu dla firm europejskich. Rewolucja łupkowa i w konsekwencji niższy koszt energii/surowców całkiem zmienia dotychczasowy model. Przy cenie gazu 4 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 50% (EBITDA) i wiele z nich podjęło decyzję o rozbudowie mocy produkcyjnych. Tylko potwierdzone projekty wskazują na ponad 9 mln ton w moczniku do 2017 roku na tym rynku.

▪ Ryzyko rynku kaprolaktamu

Dotychczas Chiny były największym światowym importerem kaprolaktamu, ale plan rozbudowy mocy produkcyjnych tamtejszych firm już przyczynił się do ponad 40% r/r spadku importu kaprolaktamu. Uwzględniając plany rozbudowy fabryk w niedługim czasie Chiny staną się w tej kwestii nawet eksporterem netto. Obecnie globalny rynek to ok. 4,7 mln ton, a inwestycje w Azji obejmują ok. 1,8 mln ton do 2015 roku, co mogłoby znacząco zdestabilizować rynek. W swoich prognozach zakładamy płaski rynek, bez wzrostu wolumenów sprzedaży w spółce.

▪ Ryzyko korporacyjne, niski free float

Głównym akcjonariuszem spółki jest Grupa Azoty (95,9%) mająca duże potrzeby kapitałowe w przeciwieństwie do doinwestowanych Puław. Istnieje ryzyko wykorzystania wysokich zasobów gotówkowych Puław przez Grupę niekoniecznie w formie dywidendy. Z uwagi na strategiczne znaczenie spółki i charakter właścicielski istnieje również ryzyko zaangażowania w projekty inwestycyjne będące poza podstawową działalnością spółki (np. rozbudowa energetyki).

▪ Ryzyko emisji akcji

W wywiadach prasowych prezes Jarczewski wspominał, że Puławy zostają na GPW (nie było squeeze out) w razie ewentualności emisji akcji. Emisja z pozbawieniem akcjonariuszy prawa poboru zwiększyłaby wówczas free float z zachowaniem kontroli Grupy Azoty (np. emisja na przejęcie Anwil).

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Na koniec 2012/2013 w spółce pracowało ponad 4,3 tys. ludzi z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowiły ponad 11% wszystkich kosztów. Istnieje ryzyko nieuzasadnionych żądań płacowych i strajków, które znacznie obciążą budżet firmy. Niemniej pracownicy Puław zarabiają najlepiej w Grupie Azoty, dlatego większej presji na podwyżki oczekujemy w pozostałych spółkach Grupy.

▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Szacujemy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie ok. 1,2-1,7 mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości ok. 7 EUR/t (obecnie 6 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 30-46 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wzrostu cen uprawnień wskutek działań KE.

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%, poprzednio 4,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły strony 54-58):

Wolumeny

W naszej opinii spółka operuje przy pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych i w kolejnych kwartałach obecne wolumeny mogą być nie do utrzymania. W 2H'14 spodziewamy się ok. 10-20% niższych r/r wolumenów głównie na RSM, co potwierdzają dane za 1Q'14 (spółka realizuje większą marżę na saetrze), ale wyższych o ok. 5% r/r w moczniku (gł. techniczny). W długim terminie wykorzystanie mocy saetry amonowej i amoniaku będzie sięgać 100%, a mocznika ok. 92% (potencjał ograniczy instalacja amoniaku). W przypadku kaprolaktamu i melaminy zakładamy relatywnie płaskie wolumeny (długoterminowe wykorzystanie mocy powyżej 90%). Tutaj również wąskim gardłem są instalacje amoniaku i mocznika.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 2Q'14 (mocznik, RSM, saetra amonowa, siarczan amonu, kaprolaktam, melamina). W kolejnych kwartałach ceny nawozów uzależniamy od notowań pszenicy (powrót do średnioterminowych relacji), której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych CBOT (dotek notowań 3Q'14 i wzrost z 522 USD/100bu do 700 USD/100bu w 2017 roku). W 2H'14 oczekujemy wzrostu cen, przy czym relatywnie lepszego otoczenia spodziewamy się w nawozach wieloskładnikowych (Fosfory Gdańskie). Spodziewamy się relatywnie płaskich cen mocznika (310-320 USD/t) w latach 2014-2015 z uwagi na nadpodaż z Chin (długoterminowo 340 USD/t). Płaskiego rynku spodziewamy się także w przypadku kaprolaktamu czy melaminy, gdzie zakładamy symboliczny wzrost (+2,1% w 2015 roku).

Ceny surowców

Do końca 2014 roku nie oczekujemy zmiany taryfy gazowej PGNiG. W kolejnych latach ceny gazu uzależniamy od zachowania ropy Brent (spadek do 100 USD/bbl do 2017 roku) i USD/PLN (umocnienie złotówki do 2,89). W rezultacie do 2017 roku cena gazu powinna spaść o ponad 12% (-3% r/r w 2015 roku). Obniżki wesprze globalna sytuacja na rynku gazu skroplonego, ale wciąż taryfa będzie kształtować się powyżej kosztów na zachodzie Europy.

Ceny surowców petrochemicznych (gł. benzen) uzależniamy od notowań ropy naftowej Brent, której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych NYMEX (spadek z obecnych 104 USD/bbl do 100 USD/bbl do 2017 roku). Po obniżce o 5% r/r w 2014 roku zakładamy płaskie ceny węgla w 2015 roku, a długoterminowo 2% wzrost.

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Spółka jest na finiszu dwóch ważnych inwestycji: stokaż amoniaku (budżet 108,5 mln PLN, 34 mln w 2014 roku), produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu (budżet 137,5 mln PLN, 86,5 mln PLN w 2014 roku). Nową inwestycją w naszych prognozach jest budowa instalacji do produkcji tiosiarczanu amonu (ATS). Budżet wynosi 120 mln PLN na lata 2015-2016. W samym 2014 roku CAPEX powinien wynieść ok. 280 mln PLN (podobnie w poprzednim raporcie). Szczegóły zostały przedstawione w osobnym rozdziale.

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). W 2014 roku spółka będzie miała deficyt na poziomie 1,25 mln praw emisyjnych (poprzednio szacowaliśmy ok. 1,3 mln EUA), co spowoduje koszty rzędu 30,2 mln PLN (poprzednio ok. 37 mln PLN). Długoterminowo (do 2020 roku) przy cenie 7 EUR/EUA koszty wzrosną do ok. 46 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za rok obrotowy 2012/2013 rok spółka wypłaciła 198,4 mln PLN dywidendy (DPS 10,4 PLN, blisko 51% zysku netto). Strategia GA zakłada pobieranie nie spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2015-2016 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła 60-80% (DY5-6%), a po zakończeniu kluczowych inwestycji 100% (DY 10%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 19 115 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 sierpnia 2014

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 162,9 PLN

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 797,9	3 423,8	3 372,3	3 414,1	3 386,0	3 352,8	3 330,0	3 287,7	3 287,7	3 287,7	3 287,7
EBIT [mln PLN]	340,0	269,3	235,4	327,0	356,9	352,1	330,4	303,0	348,2	342,3	339,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	64,6	51,2	44,7	62,1	67,8	66,9	62,8	57,6	66,2	65,0	64,5
NOPLAT [mln PLN]	275,4	218,1	190,6	264,9	289,1	285,2	267,6	245,4	282,1	277,3	274,9
Amortyzacja [mln PLN]	138,4	151,0	157,9	161,9	164,0	164,1	163,8	163,5	163,2	162,9	162,7
CAPEX [mln PLN]	-313,3	-277,3	-209,1	-211,7	-169,3	-160,9	-159,8	-159,5	-159,5	-159,5	-159,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	23,0	28,0	3,9	-3,1	2,1	2,5	1,7	3,2	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	123,5	119,8	143,3	211,9	285,9	290,9	273,3	252,6	285,8	280,7	278,1
DFCF [mln PLN]		115,8	127,1	172,5	213,5	199,3	171,8	145,7	151,2	136,3	123,8
Suma DFCF [mln PLN]		1 557,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 090,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 376,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 933,1									
Dług netto [mln PLN]*		-180,5									
Wartość kapitału [mln PLN]		3 113,6									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		162,9									

Przychody zmiana r/r	-9,8%	-1,5%	1,2%	-0,8%	-1,0%	-0,7%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-20,8%	-12,6%	38,9%	9,1%	-1,3%	-6,2%	-8,3%	14,9%	-1,7%	-0,8%
FCF zmiana r/r	-2,9%	19,6%	47,8%	34,9%	1,7%	-6,0%	-7,6%	13,1%	-1,8%	-0,9%
Marża EBITDA	12,3%	11,7%	14,3%	15,4%	15,4%	14,8%	14,2%	15,6%	15,4%	15,3%
Marża EBIT	7,9%	7,0%	9,6%	10,5%	10,5%	9,9%	9,2%	10,6%	10,4%	10,3%
Marża NOPLAT	6,4%	5,7%	7,8%	8,5%	8,5%	8,0%	7,5%	8,6%	8,4%	8,4%
CAPEX / Przychody	8,1%	6,2%	6,2%	5,0%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	183,7%	132,4%	130,8%	103,2%	98,1%	97,6%	97,5%	97,7%	97,9%	98,0%
Zmiana KO / Przychody	-0,8%	-0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%			

Źródło: BDM S.A. Rok kalendarzowy. Prognozowany DN z końca 2013 roku powiększony o wypłatę dywidendy 198,4 mln PLN (styczeń'14)

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	98,7%	99,0%	99,3%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	1,3%	1,0%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

BDM S.A. Rok kalendarzowy

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	164,7	172,7	182,5	194,9	211,2	233,4	265,4	315,8	406,4
	0,8	156,9	163,8	172,3	182,9	196,5	214,7	240,1	278,3	341,8
	0,9	149,8	155,9	163,2	172,3	183,8	198,9	219,4	249,1	295,7
	1,0	143,3	148,6	155,0	162,9	172,7	185,3	202,1	225,7	261,0
	1,1	137,3	142,0	147,7	154,5	162,9	173,5	187,5	206,5	234,0
	1,2	131,8	136,0	140,9	146,9	154,2	163,2	174,9	190,5	212,3
	1,3	126,7	130,5	134,8	140,0	146,4	154,2	164,0	177,0	194,6

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%	173,4	182,5	194,0	208,7	228,3	255,8	297,1	365,8	503,2
	4,0%	156,9	163,8	172,3	182,9	196,5	214,7	240,1	278,3	341,8
	5,0%	143,3	148,6	155,0	162,9	172,7	185,3	202,1	225,7	261,0
	6,0%	131,8	136,0	140,9	146,9	154,2	163,2	174,9	190,5	212,3
	7,0%	122,0	125,3	129,2	133,8	139,3	146,1	154,5	165,3	179,8
	8,0%	113,6	116,3	119,4	123,0	127,2	132,3	138,6	146,4	156,5
	9,0%	106,3	108,4	110,9	113,8	117,1	121,1	125,8	131,6	138,9

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%	239,2	228,1	217,9	208,7	200,2	192,4	185,2	178,5	172,3
	4,0%	214,8	203,0	192,4	182,9	174,3	166,5	159,4	152,9	146,9
	5,0%	194,9	182,9	172,3	162,9	154,5	146,9	140,0	133,8	128,2
	6,0%	178,5	166,5	156,1	146,9	138,8	131,5	125,0	119,1	113,8
	7,0%	164,7	152,9	142,7	133,8	126,0	119,1	113,0	107,4	102,4
	8,0%	152,9	141,4	131,5	123,0	115,5	108,9	103,1	97,9	93,2
	9,0%	142,7	131,5	122,0	113,8	106,7	100,4	94,9	90,0	85,6

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 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 8 sierpnia 2014 roku.

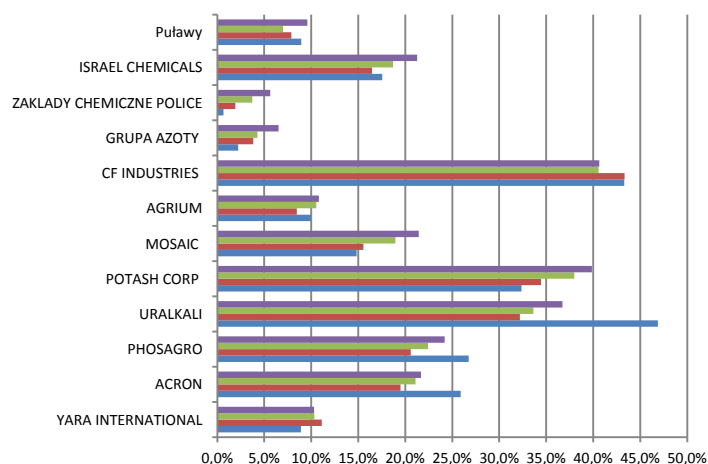
Porównując wyniki Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,1 mld PLN, co odpowiada 160 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 139 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z wyraźnym dyskontem do konkurentów. Dyskonto to w naszej opinii nie znajduje uzasadnienia.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,2	10,8	6,0	6,1	5,8	8,7	9,0	8,5
ACRON	4,5	3,4	3,5	4,8	4,5	3,9	5,7	5,1	4,6
PHOSAGRO	10,4	8,5	7,8	6,7	5,9	5,0	9,1	7,8	6,7
URALKALI	0,4	0,4	0,3	2,6	2,3	2,0	3,8	3,3	2,6
POTASH CORP	19,2	16,4	15,3	11,1	10,0	9,2	14,9	12,8	11,4
MOSAIC	17,2	13,2	11,6	8,7	7,3	6,2	13,2	9,9	8,0
AGRIUM	14,3	10,6	9,7	8,5	6,9	6,3	11,7	8,7	7,8
CF INDUSTRIES	11,8	12,2	10,5	6,8	7,3	6,1	8,0	8,9	7,3
GRUPA AZOTY	29,1	29,3	16,9	8,2	7,6	5,9	21,5	19,3	12,0
ZAKŁADY CHEMICZNE POLICE	47,7	23,0	13,3	11,0	8,1	6,0	39,6	18,7	11,1
ISRAEL CHEMICALS	14,0	11,0	9,8	9,4	8,1	7,1	12,8	10,7	8,9
MEDIANA	14,0	11,2	10,5	8,2	7,3	6,0	11,7	9,0	8,0
ZA PUŁAWY	11,2	13,7	9,9	5,6	5,9	4,7	8,7	9,9	7,0
Premia/dyskonto do spółki	-19,8%	22,4%	-5,6%	-32,4%	-18,0%	-22,3%	-25,7%	10,9%	-13,1%
Wycena wg wskaźnika	173,3	113,6	147,3	197,7	165,9	173,1	181,5	127,0	157,0
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		144,7			178,9			155,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	159,6								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.08.2014. Dla Puław przyjęliśmy rok kalendarzowy.

Porównanie rentowności EBIT



Puławy to najbardziej rentowna firma nawozowa w kraju. Wysokie marże spółek amerykańskich (ponad 40%) i rosyjskich (20%) wynikają z niższych kosztów gazu.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Spółka jest na finiszu głównych inwestycji. Stokaż amoniaku (budżet 108,5 mln PLN, do wydania 34 mln PLN) zapewni spółce większe bezpieczeństwo operacyjne (zachowanie ciągłości produkcji przez kilka dni w momencie ograniczenia dostaw gazu). Nowe zbiorniki RSM poprawią logistykę dostaw a instalacja produkcji nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu rozszerzy portfolio produktowe i zwiększy elastyczność operacyjną spółki. Nową inwestycją uwzględnioną w naszym modelu jest instalacja tiosiarczanu amonu (ATS), która ma powstać na terenach Lotos do 2016 roku (budżet 120 mln PLN). Substratami do produkcji tiosiarczanu będą wykorzystywane m.in. kwaśne gazy powstające z produkcji paliw w Lotosie. Tiosiarczan amonu to popularny nawóz wykorzystywany m.in. w sadownictwie. Początkowo produkcja wyniesie 20k ton, a docelowo 100k ton (zakładamy od 2019 roku).

Nie zakładamy budowy elektrowni gazowej z PGE (podjęcie decyzji zostało przesunięte na koniec 2014 roku). Z jednej strony spółka pokrywa zapotrzebowanie na parę wodną z dotychczasowej elektrociepłowni (117 MWe, 855 MWt) przy pełnym obciążeniu ciągów nawozowych, a koszty energii z zewnątrz stanowią ok. 12% kosztów w spółce, na co wystarczyłaby elektrownia o mocy ok. 420 MWe (obecnie 117 MWe). Z drugiej strony opłacalność energetyki gazowej przy wysokich cenach surowca w relacji do węgla i niskich kosztach emisji, a także braku regulacji co do wsparcia kogeneracji w dłuższym terminie, wydaje się na ten moment co najmniej wątpliwa. Inwestycja w Puławach ma obejmować budowę duobloku gazowo-parowego o mocy od ok. 800 MWe do ok. 900 MWe netto wraz z instalacjami i obiektami pomocniczymi o szacunkowej wartości 3 mld PLN (w formule PF po 300 mln PLN wkładu dla każdej ze stron).

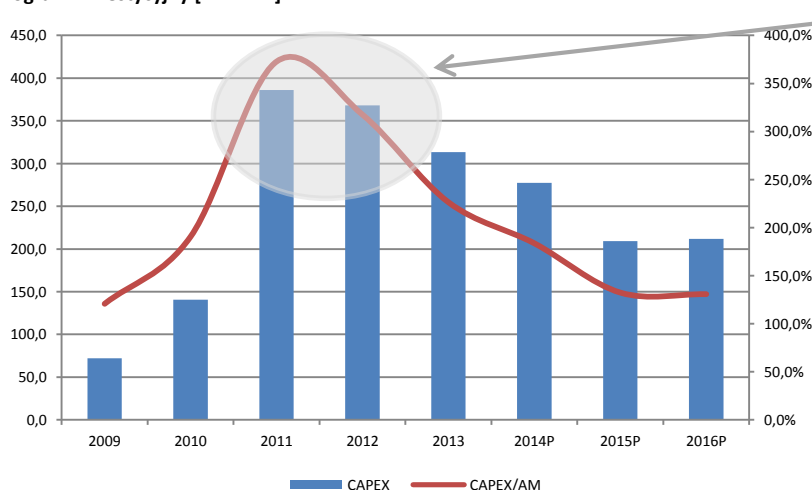
Nie zakładamy budowy instalacji petrochemicznej wspólnie z Lotosem. Projekt o wartości nawet do 12 mld PLN jest odległy czasowo i we wstępnej fazie przygotowania (w grudniu'13 zdecydowano o opracowaniu studium wykonalności, decyzja w 2014 roku). Nieznane są źródła finansowania (zaangażowanie PIR może wynieść zaledwie 750 mln PLN) a także szczegóły techniczne projektu (wiadomo o instalacji krakingu parowego obejmującego produkcję olefin: etylen, propylen i aromatów: benzen, butadien, ksyleny). Budowa miałaby trwać w latach 2016-18, a produkcja ruszyć w 2019 roku.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2014P	2015P	2016P	RAZEM
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	137,5	86,5			86,5
Budowa stokażu amoniaku 15k	108,5	34,0			34,0
Zakup 380 zbiorników do RSM	21,6	9,4			9,4
Instalacja ATS (tiosiarczan amonu)	120,0		60,0	60,0	120,0
RAZEM		129,9	60,0	60,0	249,9
Pozostałe/odtworzeniowe		147,4	149,1	151,7	448,2
RAZEM		277,3	209,1	211,7	698,1

Źródło: BDM S.A., Spółka

Program inwestycyjny [mln PLN]



Spółka największe inwestycje ma już za sobą.

Źródło: BDM S.A., Spółka. Lewa skala: CAPEX, prawa skala: CAPEX/amortyzacja

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Na lata 2014-2015 obniżyliśmy przychody jak i marżę o 10-20% przez słabsze otoczenie w segmencie nawozów azotowych. Obecnie spodziewamy się płaskiego rynku mocznika/RSM, co skutkowało obniżeniem cen rzędu 10%. Na marżę negatywnie wpłynęła dodatkowo silniejsza złotówka wobec dolara (teoretyczne marże -30%). Słabe otoczenie panuje również na RSM i tutaj również nie spodziewamy się rychłej poprawy. Spółka jednak dzięki swojej elastyczności może przekierować część wolumenu RSM na saletrę amonową (do produkcji RSM wykorzystuje się 0,8t saletry), zwykły mocznik (gł. nawozowy) czy melaminę, gdzie marże obecnie są lepsze. Zmianę mixu obserwowaliśmy już w kalendarzowym 1Q'14, kiedy wolumeny RSM spadły o ponad 20% r/r, a saletry wzrosły o ponad 3% r/r (mocznik +23% r/r). Oczekując braku większych zmian na rynku mocznik/RSM (nie licząc wzrostu wolumenów mocznika technicznego) i relatywnie lepszego otoczenia na nawozach saletrzanych skorygowaliśmy mix produktowy, co pozwoli zneutralizować negatywny wpływ niskich cen/marż na podstawowych nawozach azotowych. W segmencie chemicznym podwyższyliśmy prognozy dla notowań kaprolaktamu o ok. 13% (pod koniec 2013 roku spółka informowała o ok. 10% obniżce cen kaprolaktamu, do czego ostatecznie nie doszło). Przy lepszym kursie EUR/PLN teoretyczne marże na tym produkcie powinny być wyższe o ok. 20% vs nasza poprzednia prognoza. Na rynku melaminy bez większych zmian. Nieznacznie podwyższyliśmy wolumen wskutek zmiany mixu produktowego (ucieczka z niżej marżowego mocznik/RSM na saletrę i melaminę).

Zmiana założeń na lata 2014-2016 [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	3 817,4	3 423,8	-10,3%	3 844,4	3 372,3	-12,3%	3 751,5	3 414,1	-9,0%
EBITDA	507,2	420,2	-17,2%	531,8	393,3	-26,0%	496,7	488,8	-1,6%
EBIT	356,7	269,3	-24,5%	372,5	235,4	-36,8%	331,0	327,0	-1,2%
Zysk netto	302,5	236,5	-21,8%	305,2	194,1	-36,4%	271,5	268,3	-1,2%
Marża EBITDA	13,3%	12,3%		13,8%	11,7%		13,2%	14,3%	
Marża EBIT	9,3%	7,9%		9,7%	7,0%		8,8%	9,6%	
Marża netto	7,9%	6,9%		7,9%	5,8%		7,2%	7,9%	
Pszemka [USD/100bu]	637,5	583,8	-8,4%	700,0	596,4	-14,8%	700,0	655,2	-6,4%
Ropa naftowa [USD/bbl]	107,2	108,6	1,3%	100,0	106,6	6,6%	100,0	103,1	3,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 206,4	0,0%	1 165,8	1 138,2	-2,4%
EUR/PLN	4,10	4,19	2,1%	4,00	4,10	2,5%	3,90	4,00	2,6%
USD/PLN	3,11	3,09	-0,9%	3,08	3,04	-1,4%	2,98	2,96	-0,4%
Mocznik [USD/t]	347,5	311,1	-10,5%	350,0	320,0	-8,6%	350,0	340,0	-2,9%
Saletra amonowa [EUR/t]	349,9	325,3	-7,0%	365,1	340,6	-6,7%	365,1	361,9	-0,9%
NPK [USD/t]	407,5	352,2	-13,6%	420,0	400,0	-4,8%	420,0	400,0	-4,8%
Kaprolaktam [EUR/t]	1 710,0	1 925,8	12,6%	1 710,0	1 933,3	13,1%	1 710,0	1 933,3	13,1%
Melamina [EUR/t]	1 400,0	1 371,8	-2,0%	1 400,0	1 400,0	0,0%	1 400,0	1 400,0	0,0%
Benzen [EUR/t]	966,6	1 014,5	5,0%	914,6	996,4	8,9%	906,5	963,6	6,3%
Wolumen mocznik	498,0	525,7	5,6%	498,0	525,7	5,6%	498,0	525,7	5,6%
Wolumen RSM	606,0	530,9	-12,4%	606,0	477,8	-21,2%	618,0	482,6	-21,9%
Wolumen saletra	742,0	754,3	1,7%	668,0	716,6	7,3%	655,0	702,3	7,2%
Wolumen kaprolaktam	65,0	64,0	-1,6%	65,0	64,0	-1,6%	65,0	64,0	-1,6%
Wolumen melamina	78,0	79,4	1,8%	78,0	81,0	3,8%	80,0	82,6	3,3%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 13.01.2014

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023

Główne założenia kwartalne

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14P	4Q'14P
	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q' 14/15P	2Q' 14/15P
	11/12	11/12	12/13	12/13	12/13	12/13	13/14	13/14	13/14	13/14		
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	643,0	641,1	871,3	846,4	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	521,6	544,3
Pszenica [USD/t]	236,3	235,6	320,2	311,0	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	191,7	200,0
Ropa Brent [USD/bbl]	118,7	108,8	109,4	110,1	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	108,6	108,1
Gaz HH[USD/MMBTU]	2,4	2,3	2,9	3,6	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,2	4,2
Gaz EU [USD/MMBTU]	9,3	9,2	9,0	10,3	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,0	8,1
Gaz PL [USD/MMBTU]	9,7	11,0	11,1	11,5	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,4	11,2
Ceny produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	350,8	324,7	328,7	358,4	360,9	328,6	295,8	272,6	323,8	317,3	330,0	330,0
RSM [USD/t]	224,8	240,9	225,0	231,8	233,0	207,3	172,9	163,1	199,7	175,0	184,0	185,3
Mocznik [USD/t]	382,5	472,9	383,0	376,9	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	310,0	310,0
siarczan amonu [USD/t]	154,4	196,3	175,1	182,2	185,2	152,1	123,7	132,0	143,2	123,6	131,8	133,9
NPK 16-16-16 [USD/t]	450,8	459,9	452,5	435,0	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	350,0	370,0
Chemia												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 107,7	2 165,8	1 996,7	1 974,1	1 946,5	1 947,0	1 927,4	1 851,5	1 903,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3
Melamina [EUR/t]	1 065,0	1 045,0	1 103,3	1 281,7	1 431,7	1 455,0	1 386,7	1 357,0	1 353,0	1 334,3	1 400,0	1 400,0
Cena surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 107,0	1 295,2	1 295,2	1 295,2	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7
Fosforyty [USD/t]	200,0	190,0	185,8	182,5	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	138,9	142,9
Sól potasowa [USD/t]	475,0	472,5	466,7	453,8	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	350,0	370,0
Benzen [EUR/t]	920,4	947,3	1 011,0	1 041,5	1 082,3	1 023,7	969,1	917,6	1 013,0	1 009,9	1 011,8	1 023,3
Węgiel [PLN/t]	292,3	297,0	297,0	297,0	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9
Energia [PLN/MWh]	234,9	234,9	234,9	234,9	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4
Waluty												
EUR/PLN	4,23	4,26	4,13	4,11	4,15	4,20	4,25	4,18	4,18	4,17	4,20	4,20
USD/PLN	3,23	3,32	3,31	3,18	3,13	3,21	3,21	3,07	3,05	3,04	3,10	3,15
EUR/USD	1,31	1,28	1,25	1,29	1,33	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,35	1,33
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Nawozy												
Saletra amonowa	998,4	811,9	789,9	904,0	948,9	828,5	705,2	589,3	807,4	774,7	838,8	838,8
RSM	541,2	546,2	450,9	474,3	503,2	406,7	271,0	218,8	375,0	269,0	312,5	317,9
Mocznik	601,8	828,7	528,6	457,0	504,3	369,9	227,2	209,7	298,4	185,3	252,1	267,6
siarczan amonu	172,5	206,5	66,5	80,1	137,5	173,1	83,7	86,8	101,8	9,4	59,7	67,3
NPK	523,2	553,7	538,1	465,7	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	404,9	345,3	395,1
Chemia												
Kaprolaktam	5 020,6	5 187,6	4 075,1	3 837,2	3 585,3	3 876,5	4 069,6	3 906,7	3 724,3	3 847,3	3 870,4	3 822,3
Melamina	2 619,3	2 234,3	2 349,5	3 056,5	3 809,0	3 947,3	3 748,6	3 535,0	3 537,0	3 432,8	3 753,3	3 753,3

Źródło: BDM S.A.

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

kalendaryzowy	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'	3Q'	4Q'	1Q'	2Q'
obrotowy	11/12	11/12	12/13	12/13	12/13	12/13	13/14	13/14	13/14	13/14P	14/15P	14/15P
Przychody	1 115,1	1 016,1	877,6	973,0	1 105,1	930,2	839,8	922,8	983,4	812,9	778,1	849,5
Nawozy	719,9	653,9	561,5	606,5	707,6	600,2	509,6	584,5	656,0	490,2	444,3	484,3
Saletra amonowa	250,0	190,0	200,0	270,0	334,3	212,5	217,5	260,6	312,7	244,4	216,0	253,3
RSM	120,0	190,0	150,0	120,0	167,1	169,2	114,6	105,3	106,1	113,4	96,4	96,1
Mocznik Pulrea	130,0	120,0	76,6	115,4	60,7	70,9	64,1	110,1	99,7	58,2	51,9	54,7
Siarczan amonu/ATS	25,1	29,2	19,8	27,5	26,5	19,6	16,1	18,5	20,6	15,2	17,6	20,3
NPK	70,0	73,0	95,2	56,0	60,0	73,0	55,7	48,0	52,4	59,0	62,3	59,9
Chemia	345,4	320,4	284,9	330,8	337,1	297,7	300,1	307,0	299,0	303,0	315,9	341,4
Kaprolaktam	170,0	150,0	80,0	126,0	132,8	114,0	118,6	123,8	119,3	116,1	124,7	140,7
Melamina	77,0	70,0	90,0	102,6	110,8	98,0	102,6	103,4	88,4	112,6	118,9	123,0
Mocznik Pulnox	72,0	74,0	75,3	76,3	69,4	60,0	49,5	51,5	69,6	52,0	50,5	54,5
Udział												
Nawozy	64,6%	64,4%	64,0%	62,3%	64,0%	64,5%	60,7%	63,3%	66,7%	60,3%	57,1%	57,0%
Saletra amonowa	22,4%	18,7%	22,8%	27,7%	30,3%	22,8%	25,9%	28,2%	31,8%	30,1%	27,8%	29,8%
RSM	10,8%	18,7%	17,1%	12,3%	15,1%	18,2%	13,6%	11,4%	10,8%	14,0%	12,4%	11,3%
Mocznik Pulrea	11,7%	11,8%	8,7%	11,9%	5,5%	7,6%	7,6%	11,9%	10,1%	7,2%	6,7%	6,4%
Siarczan amonu/ATS	2,2%	2,9%	2,3%	2,8%	2,4%	2,1%	1,9%	2,0%	2,1%	1,9%	2,3%	2,4%
NPK	6,3%	7,2%	10,8%	5,8%	5,4%	7,8%	6,6%	5,2%	5,3%	7,3%	8,0%	7,0%
Chemia	31,0%	31,5%	32,5%	34,0%	30,5%	32,0%	35,7%	33,3%	30,4%	37,3%	40,6%	40,2%
Kaprolaktam	15,2%	14,8%	9,1%	12,9%	12,0%	12,3%	14,1%	13,4%	12,1%	14,3%	16,0%	16,6%
Melamina	6,9%	6,9%	10,3%	10,5%	10,0%	10,5%	12,2%	11,2%	9,0%	13,9%	15,3%	14,5%
Mocznik Pulnox	6,5%	7,3%	8,6%	7,8%	6,3%	6,5%	5,9%	5,6%	7,1%	6,4%	6,5%	6,4%
Zmiana r/r	24,2%	14,5%	6,9%	-2,3%	-0,9%	-8,4%	-4,3%	-5,2%	-11,0%	-12,6%	-7,3%	-7,9%
Nawozy	50,3%	24,8%	12,5%	0,1%	-1,7%	-8,2%	-9,2%	-3,6%	-7,3%	-18,3%	-12,8%	-17,1%
Saletra amonowa	8,7%	-5,0%	17,6%	8,0%	33,7%	11,9%	8,8%	-3,5%	-6,5%	15,0%	-0,7%	-2,8%
RSM	9,1%	18,8%	36,4%	0,0%	39,3%	-11,0%	-23,6%	-12,2%	-36,5%	-33,0%	-15,8%	-8,8%
Mocznik Pulrea	62,5%	140,0%	-22,7%	-8,4%	-53,3%	-40,9%	-16,3%	-4,5%	64,4%	-17,9%	-19,1%	-50,3%
Siarczan amonu/ATS	13,1%	44,4%	9,2%	5,2%	5,7%	-32,9%	-18,6%	-32,6%	-22,5%	-22,4%	9,4%	9,7%
NPK	93,5%	-13,7%	-45,3%	-14,3%	0,0%	-41,5%	-14,3%	-12,7%	-19,2%	-19,2%	11,9%	24,7%
Chemia	-2,5%	-8,9%	-3,0%	-4,4%	-2,4%	-7,1%	5,4%	-7,2%	-11,3%	1,8%	5,2%	11,2%
Kaprolaktam	6,3%	-11,8%	-38,5%	-25,9%	-21,9%	-24,0%	48,3%	-1,7%	-10,2%	1,9%	5,2%	13,6%
Melamina	-35,8%	-30,0%	0,0%	14,0%	43,9%	40,0%	14,0%	0,8%	-20,2%	14,9%	15,9%	18,9%
Mocznik Pulnox	38,9%	29,1%	46,2%	26,6%	-3,6%	-18,9%	-34,3%	-32,5%	0,3%	-13,4%	2,1%	5,7%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	600,2	555,0	451,8	525,0	574,6	506,1	467,9	535,9	570,6	501,6	435,2	461,9
Saletra amonowa	232,6	164,3	168,1	220,0	223,3	154,1	173,2	228,5	230,8	184,9	155,8	182,8
RSM	135,9	210,0	149,1	155,0	166,7	194,4	156,0	154,4	127,0	155,5	124,8	123,5
Mocznik Pulrea	133,1	88,0	36,9	62,0	92,0	62,0	54,0	56,0	115,0	65,1	54,0	56,0
Siarczan amonu/ATS	50,4	44,9	34,1	47,5	45,8	40,1	40,6	45,7	47,0	40,6	43,1	48,2
NPK	48,1	47,8	63,6	40,5	46,9	55,5	44,2	51,4	50,6	55,5	57,5	51,4
Chemia	96,8	81,1	94,0	103,7	95,4	89,0	88,2	94,0	104,0	92,8	88,2	94,0
Kaprolaktam	19,1	17,0	12,9	18,0	17,3	15,2	15,4	17,3	16,9	14,4	15,4	17,3
Melamina	19,4	17,0	21,6	22,0	20,7	18,4	20,2	20,9	18,0	20,3	20,2	20,9
Mocznik Pulnox	58,4	47,1	59,5	63,7	57,3	55,4	52,6	55,8	69,1	58,1	52,6	55,8
Produkcja NH3 [tys. ton]	347,1	302,4	267,2	317,4	331,9	283,6	277,2	308,7	331,5	290,4	258,1	277,2

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

Główne założenia roczne

kalendaryzowy	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Główne założenia													
Pszenica [USD/100bu]	709,0	750,4	684,8	583,8	596,4	655,2	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0	700,0
Pszenica [USD/t]	260,5	275,7	251,6	214,5	219,1	240,7	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Ropa Brent [USD/bbl]	111,0	111,7	108,7	108,6	106,6	103,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gaz HH [USD/MMBTU]	4,0	2,8	3,7	4,4	4,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Gaz EU [USD/MMBTU]	9,2	9,4	10,5	8,1	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Gaz PL [USD/MMBTU]	9,9	10,9	11,2	11,4	11,2	10,9	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Ceny produktów													
Nawozy													
Saletra amonowa [EUR/t]	345,2	340,6	314,5	325,3	340,6	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9	361,9
RSM [USD/t]	225,0	230,6	194,1	186,0	190,2	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1
Mocznik [USD/t]	421,8	403,8	329,6	311,1	320,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0
siarczan amonu [USD/t]	188,2	177,0	148,2	133,1	136,5	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0
NPK 16-16-16 [USD/t]	452,3	449,6	378,3	352,2	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
Chemia													
Kaprolaktam [EUR/t]	2 600,6	2 061,1	1 918,1	1 925,8	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3	1 933,3
Melamina [EUR/t]	1 445,0	1 123,8	1 407,6	1 371,8	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0	1 400,0
Cena surowców													
Gaz [PLN/1000m3]	1 045,0	1 248,1	1 252,4	1 243,7	1 206,4	1 138,2	1 090,3	1 076,5	1 062,7	1 048,9	1 048,9	1 048,9	1 048,9
Fosforyty [USD/t]	184,4	189,6	148,0	131,4	151,5	152,9	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6	165,6
Sól potasowa [USD/t]	447,5	467,0	379,3	323,0	400,0	400,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
Benzen [EUR/t]	830,3	980,0	998,2	1 014,5	996,4	963,6	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8	934,8
Węgiel [PLN/t]	276,7	295,8	267,3	253,9	253,9	259,0	264,2	269,5	274,9	280,4	286,0	291,7	297,5
Energia [PLN/MWh]	228,0	234,9	211,4	211,4	215,6	219,9	224,3	228,8	233,4	238,1	242,8	247,7	252,6
Waluty													
EUR/PLN	4,13	4,18	4,20	4,19	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80
USD/PLN	2,98	3,26	3,16	3,09	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
EUR/USD	1,39	1,28	1,33	1,36	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Teoretyczne marże [PLN/t]													
Nawozy													
Saletra amonowa	964,6	876,0	768,0	814,9	849,4	916,9	928,8	931,8	919,8	907,8	913,8	913,8	913,8
RSM	542,7	503,2	349,9	318,6	333,5	387,3	394,9	389,9	384,9	379,9	379,9	379,9	379,9
Mocznik	656,3	604,0	327,8	250,9	262,9	319,8	346,0	360,8	356,0	351,3	359,2	359,2	359,2
siarczan amonu	175,4	131,4	120,3	59,6	72,9	103,8	117,1	115,6	114,1	112,7	112,7	112,7	112,7
NPK	524,2	520,2	406,6	382,2	433,9	429,1	445,6	440,0	434,4	428,7	428,7	428,7	428,7
Chemia													
Kaprolaktam	7 315,4	4 530,1	3 859,6	3 816,1	3 841,3	3 878,8	3 944,4	3 894,4	3 844,4	3 794,6	3 794,6	3 794,6	3 794,6
Melamina	4 138,1	2 564,9	3 760,0	3 619,1	3 677,1	3 653,7	3 665,6	3 619,2	3 572,8	3 526,4	3 526,4	3 526,4	3 526,4

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A.

Główne założenia roczne [mln PLN]

kalendaryzowy	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	3 602,4	3 981,8	3 797,9	3 423,8	3 372,3	3 414,1	3 386,0	3 352,8	3 330,0	3 287,7	3 287,7	3 287,7	3 287,7
Nawozy	2 108,0	2 541,8	2 402,0	2 074,8	1 994,8	2 039,3	2 018,3	1 992,3	1 976,6	1 950,9	1 950,9	1 950,9	1 950,9
Saletra amonowa	850,0	910,0	1 025,0	1 026,4	1 000,9	1 016,7	983,9	952,0	921,0	909,1	909,1	909,1	909,1
RSM	500,0	580,0	556,1	412,0	372,6	390,1	389,1	388,0	386,9	381,8	381,8	381,8	381,8
Mocznik Pulrea	355,0	441,9	305,8	264,5	281,9	292,3	288,6	284,9	281,3	277,6	277,6	277,6	277,6
Siarczan amonu/ATS	86,6	101,6	80,8	73,7	78,3	85,5	98,8	112,7	136,0	134,3	134,3	134,3	134,3
NPK	250,4	294,2	236,7	233,6	261,1	254,8	257,9	254,6	251,4	248,1	248,1	248,1	248,1
Chemia	1 345,6	1 281,5	1 242,0	1 259,3	1 299,1	1 296,4	1 289,3	1 282,2	1 275,0	1 258,5	1 258,5	1 258,5	1 258,5
Kapolaktam	630,0	526,0	489,2	500,9	507,1	494,7	488,6	482,4	476,2	470,0	470,0	470,0	470,0
Melamina	400,0	339,6	414,8	442,9	464,9	462,6	466,0	469,3	472,5	466,4	466,4	466,4	466,4
Mocznik Pulnox	220,9	297,6	230,4	226,6	228,9	237,3	234,4	231,4	228,4	225,5	225,5	225,5	225,5
Udział													
Nawozy	58,5%	63,8%	63,2%	60,6%	59,2%	59,7%	59,6%	59,4%	59,4%	59,3%	59,3%	59,3%	59,3%
Saletra amonowa	23,6%	22,9%	27,0%	30,0%	29,7%	29,8%	29,1%	28,4%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%
RSM	13,9%	14,6%	14,6%	12,0%	11,0%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Mocznik Pulrea	9,9%	11,1%	8,1%	7,7%	8,4%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Siarczan amonu/ATS	2,4%	2,6%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%	2,9%	3,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
NPK	7,0%	7,4%	6,2%	6,8%	7,7%	7,5%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Chemia	37,4%	32,2%	32,7%	36,8%	38,5%	38,0%	38,1%	38,2%	38,3%	38,3%	38,3%	38,3%	38,3%
Kapolaktam	17,5%	13,2%	12,9%	14,6%	15,0%	14,5%	14,4%	14,4%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Melamina	11,1%	8,5%	10,9%	12,9%	13,8%	13,6%	13,8%	14,0%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Mocznik Pulnox	6,1%	7,5%	6,1%	6,6%	6,8%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Zmiana r/r	59,4%	10,5%	-4,6%	-9,8%	-1,5%	1,2%	-0,8%	-1,0%	-0,7%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	78,1%	20,6%	-5,5%	-13,6%	-3,9%	2,2%	-1,0%	-1,3%	-0,8%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	39,3%	7,1%	12,6%	0,1%	-2,5%	1,6%	-3,2%	-3,2%	-3,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	68,4%	16,0%	-4,1%	-25,9%	-9,6%	4,7%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	214,2%	24,5%	-30,8%	-13,5%	6,6%	3,7%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	59,4%	17,2%	-20,5%	-8,7%	6,2%	9,2%	15,6%	14,0%	20,7%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK		17,5%	-19,5%	-1,3%	11,8%	-2,4%	1,2%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	34,6%	-4,8%	-3,1%	1,4%	3,2%	-0,2%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapolaktam	26,0%	-16,5%	-7,0%	2,4%	1,2%	-2,4%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	23,1%	-15,1%	22,1%	6,8%	5,0%	-0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	80,5%	34,7%	-22,6%	-1,7%	1,0%	3,7%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]													
Nawozy	1751	2132	2085	1969	1893	1897	1923	1948	1994	1999	2004	2009	2014
Saletra amonowa	597	785	779	754	717	702	688	674	661	661	661	661	661
RSM	547	650	671	531	478	483	487	492	497	497	497	497	497
Mocznik Pulrea	281	320	264	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290
Siarczan amonu/ATS	156	177	172	179	189	199	229	259	309	309	309	309	309
NPK	171	200	198	215	219	224	228	233	237	242	247	252	257
Chemia	306	376	367	379	381	382	384	386	387	387	387	387	387
Kapolaktam	59	67	65	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
Melamina	67	80	80	79	81	83	84	86	88	88	88	88	88
Mocznik Pulnox	180	229	221	236	236	236	236	236	236	236	236	236	236
Produkcja NH3 [tys. ton]	1 013,4	1 234,1	1 201,5	1 157,2	1 125,7	1 126,1	1 126,7	1 127,5	1 128,6	1 128,6	1 128,6	1 128,6	1 128,6
wykorzystanie mocy	90%	110%	107%	103%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja HNO3 [tys. ton]	815,8	1 029,6	1 038,4	930,2	867,0	858,7	850,7	842,9	835,3	835,3	835,3	835,3	835,3
wykorzystanie mocy	82%	103%	104%	93%	87%	86%	85%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
Produkcja AN [tys. ton]	1 033,9	1 305,0	1 316,1	1 179,0	1 098,8	1 088,3	1 078,1	1 068,3	1 058,7	1 058,7	1 058,7	1 058,7	1 058,7
wykorzystanie mocy	94%	119%	120%	107%	100%	99%	98%	97%	96%	96%	96%	96%	96%
Produkcja U [tys. ton]	1 006,1	1 191,2	1 133,5	1 108,3	1 107,2	1 117,9	1 128,7	1 139,8	1 151,1	1 151,1	1 151,1	1 151,1	1 151,1
wykorzystanie mocy	83%	98%	93%	91%	91%	92%	93%	94%	95%	95%	95%	95%	95%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	1 903,5	2 036,3	2 162,7	2 213,8	2 263,6	2 268,9	2 265,8	2 261,8	2 257,8	2 254,1	2 250,6	2 247,4
Wartości niematerialne i prawne	50,6	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7
Rzeczowe aktywa trwałe	1 721,5	1 874,7	2 001,0	2 052,2	2 102,0	2 107,3	2 104,2	2 100,2	2 096,2	2 092,4	2 089,0	2 085,8
Aktywa obrotowe	1 474,1	1 491,9	1 318,1	1 298,6	1 360,3	1 363,5	1 340,1	1 321,9	1 295,1	1 335,5	1 334,2	1 335,0
Zapasy	401,4	334,6	301,6	297,1	300,8	298,3	295,4	293,4	289,6	289,6	289,6	289,6
Należności krótkoterminowe	599,0	680,4	613,4	604,2	611,7	606,6	600,7	596,6	589,0	589,0	589,0	589,0
Inwestycje krótkoterminowe	473,2	444,7	370,9	365,2	415,7	426,4	411,9	399,7	384,3	424,7	423,3	424,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	473,2	435,0	361,1	355,5	406,0	416,7	402,1	390,0	374,5	414,9	413,6	414,4
Aktywa razem	3 377,7	3 528,2	3 480,7	3 512,5	3 624,0	3 632,5	3 605,9	3 583,7	3 552,9	3 589,6	3 584,8	3 582,4
Kapitał (fundusz) własny	2 387,3	2 495,8	2 533,9	2 586,0	2 699,1	2 723,3	2 719,4	2 701,8	2 679,6	2 716,3	2 711,5	2 709,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zysk zatrzymane/ niepokryte straty	1 470,3	1 759,4	1 865,6	1 960,2	1 999,0	1 999,0	1 999,0	1 999,0	1 999,0	1 999,0	1 999,0	1 999,0
Zysk (strata) netto okresu	487,1	304,6	236,5	194,1	268,3	292,5	288,6	271,0	248,8	285,5	280,7	278,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	975,3	1 017,2	931,5	911,1	909,5	893,8	871,1	866,5	857,9	857,9	857,9	857,9
Rezerwy na zobowiązania	162,3	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5	164,5
Zobowiązania długoterminowe	70,7	74,4	64,4	54,4	44,4	34,4	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2
-oprocentowane	45,0	46,2	36,2	26,2	16,2	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	742,2	778,3	702,6	692,2	700,7	695,0	678,5	673,8	665,3	665,3	665,3	665,3
-oprocentowane	7,4	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3 377,7	3 528,2	3 480,7	3 512,5	3 624,0	3 632,5	3 605,9	3 583,7	3 552,9	3 589,6	3 584,8	3 582,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	3 981,8	3 797,9	3 423,8	3 372,3	3 414,1	3 386,0	3 352,8	3 330,0	3 287,7	3 287,7	3 287,7	3 287,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	3 081,7	3 012,9	2 715,5	2 678,7	2 618,7	2 554,9	2 521,2	2 514,0	2 493,3	2 487,3	2 486,3	2 482,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	900,1	785,0	708,3	693,6	795,4	831,1	831,6	816,0	794,5	800,4	801,4	805,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	422,9	455,3	418,1	420,3	428,9	433,0	437,0	441,8	445,5	452,2	459,2	466,3
Zysk (strata) na sprzedaży	477,1	329,7	290,2	273,2	366,5	398,1	394,7	374,2	349,0	348,2	342,3	339,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	27,4	10,3	-20,9	-37,9	-39,5	-41,2	-42,5	-43,8	-46,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	620,5	478,3	420,2	393,3	488,8	520,9	516,2	494,2	466,4	511,4	505,2	502,0
EBIT	504,6	340,0	269,3	235,4	327,0	356,9	352,1	330,4	303,0	348,2	342,3	339,4
Saldo działalności finansowej	29,3	10,5	16,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zysk (strata) brutto	533,9	351,6	286,0	239,6	331,2	361,1	356,3	334,6	307,2	352,4	346,5	343,6
Zysk (strata) netto	487,1	304,6	236,5	194,1	268,3	292,5	288,6	271,0	248,8	285,5	280,7	278,3

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	574,4	495,1	403,1	346,8	416,8	446,8	442,8	424,6	403,8	436,2	431,2	428,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-442,5	-349,7	-267,0	-198,4	-199,5	-156,8	-148,9	-148,1	-148,2	-147,0	-147,0	-147,0
Przepływy z działalności finansowej	-3,6	-178,4	-209,9	-154,1	-166,8	-279,2	-308,5	-288,6	-271,0	-248,8	-285,5	-280,7
Przepływy pieniężne netto	128,3	-33,0	-73,8	-5,7	50,5	10,7	-14,6	-12,1	-15,5	40,4	-1,3	0,8
Środki pieniężne na początek okresu	339,7	469,4	435,0	361,1	355,5	406,0	416,7	402,1	390,0	374,5	414,9	413,6
Środki pieniężne na koniec okresu	469,4	435,0	361,1	355,5	406,0	416,7	402,1	390,0	374,5	414,9	413,6	414,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-4,6%	-9,8%	-1,5%	1,2%	-0,8%	-1,0%	-0,7%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-22,9%	-12,1%	-6,4%	24,3%	6,6%	-0,9%	-4,3%	-5,6%	9,6%	-1,2%	-0,6%
EBIT zmiana r/r	-32,6%	-20,8%	-12,6%	38,9%	9,1%	-1,3%	-6,2%	-8,3%	14,9%	-1,7%	-0,8%
Zysk netto zmiana r/r	-37,5%	-22,4%	-18,0%	38,2%	9,0%	-1,3%	-6,1%	-8,2%	14,7%	-1,7%	-0,8%
Marża brutto na sprzedaży	20,7%	20,7%	20,6%	23,3%	24,5%	24,8%	24,5%	24,2%	24,3%	24,4%	24,5%
Marża EBITDA	12,6%	12,3%	11,7%	14,3%	15,4%	15,4%	14,8%	14,2%	15,6%	15,4%	15,3%
Marża EBIT	9,0%	7,9%	7,0%	9,6%	10,5%	10,5%	9,9%	9,2%	10,6%	10,4%	10,3%
Marża brutto	9,3%	8,4%	7,1%	9,7%	10,7%	10,6%	10,0%	9,3%	10,7%	10,5%	10,5%
Marża netto	8,0%	6,9%	5,8%	7,9%	8,6%	8,6%	8,1%	7,6%	8,7%	8,5%	8,5%
COGS / przychody	79,3%	79,3%	79,4%	76,7%	75,5%	75,2%	75,5%	75,8%	75,7%	75,6%	75,5%
SG&A / przychody	12,0%	12,2%	12,5%	12,6%	12,8%	13,0%	13,3%	13,5%	13,8%	14,0%	14,2%
SG&A / COGS	15,1%	15,4%	15,7%	16,4%	16,9%	17,3%	17,6%	17,9%	18,2%	18,5%	18,8%
ROE	12,2%	9,3%	7,5%	9,9%	10,7%	10,6%	10,0%	9,3%	10,5%	10,4%	10,3%
ROA	8,6%	6,8%	5,5%	7,4%	8,1%	8,0%	7,6%	7,0%	8,0%	7,8%	7,8%
Dług	56,0	46,0	36,0	26,0	16,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	2,3%	1,8%	1,4%	1,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,6%	1,3%	1,0%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	2,2%	1,8%	1,4%	1,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-379,0	-315,1	-319,5	-379,9	-400,7	-402,1	-390,0	-374,5	-414,9	-413,6	-414,4
Dług netto / kapitał własny	-15,2%	-12,4%	-12,4%	-14,1%	-14,7%	-14,8%	-14,4%	-14,0%	-15,3%	-15,3%	-15,3%
Dług netto / EBITDA	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBIT	-1,1	-1,2	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
EV	2 278,0	2 341,9	2 337,5	2 277,0	2 256,3	2 254,9	2 267,0	2 282,5	2 242,1	2 243,4	2 242,6
Dług / EV	2,5%	2,0%	1,5%	1,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	8,2%	8,1%	6,2%	6,2%	5,0%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Amortyzacja	226,4%	183,7%	132,4%	130,8%	103,2%	98,1%	97,6%	97,5%	97,7%	97,9%	98,0%
Amortyzacja / Przychody	3,6%	4,4%	4,7%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	-0,8%	-0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%			
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	8,7	11,2	13,7	9,9	9,1	9,2	9,8	10,7	9,3	9,5	9,5
P/BV*	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	6,0	6,9	7,5	6,2	5,8	5,9	6,1	6,4	5,9	6,0	6,0
EV/EBITDA*	4,8	5,6	5,9	4,7	4,3	4,4	4,6	4,9	4,4	4,4	4,5
EV/EBIT*	6,7	8,7	9,9	7,0	6,3	6,4	6,9	7,5	6,4	6,6	6,6
EV/S*	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	130,6	132,6	135,3	141,2	142,5	142,3	141,3	140,2	142,1	141,9	141,7
EPS	15,9	12,4	10,2	14,0	15,3	15,1	14,2	13,0	14,9	14,7	14,6
CEPS	23,2	20,3	18,4	22,5	23,9	23,7	22,7	21,6	23,5	23,2	23,1
FCFPS	6,3	7,5	11,1	15,0	15,2	14,3	13,2	15,0	14,7	14,5	14,5
DPS za okres	9,4	10,4	7,4	8,1	14,0	15,3	15,1	14,2	13,0	14,9	14,7
Payout ratio	29,9%	50,9%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 139 PLN



Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, media/rozrywka, banki i finanse,
handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

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

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	kurs	WIG
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

Historia rekomendacji ZCh Police

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Sprzedaj	12,9	Sprzedaj	17,1	08.08.2014	21,8	49 958,7
Sprzedaj	17,1	-	-	20.11.2013	25,6	54 622,6

Historia rekomendacji ZA Puławy

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	161	Akumuluj	170	08.08.2014	139	49 958,7
Akumuluj	170	Akumuluj	190*	13.01.2014	147	50 509,9
Akumuluj	190*	-	-	16.10.2013	179	52 598,2

*- skorygowane o DIV

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	2	25,0%
Akumuluj	4	50,0%
Trzymaj	0	0,0%
Redukuj	0	0,0%
Sprzedaj	2	25,0%

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).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 08.08.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 13.08.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 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 dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.