



Dom Maklerski BDM S.A.

CHEMIA (SEKTOR NAWOZOWY)
OPRACOWANIE ZBIORCZE

GRUPA AZOTY- SPRZEDAJ (60,2 PLN)
ZCH POLICE- TRZYMAJ (23,0 PLN)
ZA PUŁAWY- TRZYMAJ (175 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
WYBRANE DANE FINANSOWE SPÓŁEK	4
CAPEX I DYWIDENDA	5
ZAŁOŻENIE DLA RENTOWNOŚCI SPÓŁEK- POWYŻEJ HISTORYCZNYCH POZIOMÓW	7
ROZKŁAD MOCY PRODUKCYJNYCH I EKSPOZYCJA POSZCZEGÓLNYCH SPÓŁEK	8
OTOCZENIE RYNKOWE	9
CENY ZBÓŻ	9
PROGNOZY POPYTU I PODAŻY NAWOZÓW WG IFA	10
RELACJE CENOWE ZBÓŻ DO NAWOZÓW	12
NOTOWANIA PODSTAWOWYCH NAWOZÓW	13
TARYFA PGNiG BLISKA TTF- SPRZYJAJĄCE OTOCZENIE PRZYNAJMNIEJ DO 2017 ROKU.	14
GRUPA AZOTY	16
WYCENA I PODSUMOWANIE	17
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	18
WYCENA DCF	19
WYCENA PORÓWNAWCZA	22
PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15	23
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	24
REALIZACJA STRATEGII	26
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016	28
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024	29
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	33
ZCH POLICE	35
WYCENA I PODSUMOWANIE	36
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	37
WYCENA DCF	38
WYCENA PORÓWNAWCZA	41
PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15	42
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	43
<i>Projekt budowy instalacji propylenu metodą PDH</i>	<i>44</i>
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016	45
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024	46
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	50
ZA PUŁAWY	52
WYCENA I PODSUMOWANIE	53
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	54
WYCENA DCF	55
WYCENA PORÓWNAWCZA	58
PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15	59
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	60
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016	61
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024	62
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	66

PODSUMOWANIE I STRATEGIA WOBEC SPÓŁEK

Podsumowanie rekomendacji

	Cena rynkowa	Kapitalizacja mln PLN	Aktualna rekomendacja	Aktualna cena docelowa	Potencjał wzrostu/spadku	Wycena DCF	Wycena porównawcza	Poprzednia rekomendacja	Poprzednia cena docelowa
Grupa Azoty	93,0	9 225,2	Sprzedaj	60,2	-35,3%	50,7	61,6	Sprzedaj	44,7
ZCh Police	24,0	1 800,0	Trzymaj	23,0	-4,1%	26,4	19,6	Sprzedaj	12,9
ZA Puławy	178,0	3 402,5	Trzymaj	175	-1,5%	170,8	179,7	Akumuluj	161,2

Źródło: BDM S.A.

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Azoty

Od początku roku kurs spółki zachowywał się relatywnie lepiej (+48% YTD) niż szeroki rynek (-3% YTD) czy WIG-Chemia (+37% YTD), na co wpływ miały niższe ceny gazu będące głównym czynnikiem poprawy marż (spółka ok. 40% surowca kupuje spoza taryfy). Obecnie taryfa PGNiG, szczególnie po uwzględnieniu rabatów dla dużych klientów, jest bliska notowaniom TTF/Zeebrugge i przyrost marży spółki nie będzie tak dynamiczny jak do tej pory (brak dodatkowego efektu oszczędności). Wskazujemy na słabsze otoczenie w biznesie nawozów azotowych (dalszy spadek cen w 3Q/4Q'15), alkoholi OXO (ryzyko w wynikach ZAK za 3Q'15) i tworzyw (załamanie rynku kaprolaktamu w 3Q'15). **Biorąc pod uwagę wysoką wycenę rynkową (EV/EBITDA 12m 8,2x, '15 8,9x, '16 8,7x) i możliwość rozczarowania wynikami 3Q'15 jak i 4Q'15 podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ wyznaczając cenę docelową na 60,2 PLN/akcję.**

ZCh Police

Spółka w ostatnich kwartałach pozytywnie zaskakiwała wynikami prezentując wysoką dynamikę ich poprawy dzięki niższym kosztom gazu i oszczędnościom z tyt. zakupu fosforytów z Senegalu. Spółka poinformowała również o nowej inwestycji (propylen w technologii PDH), wspólnie ZAK, co przy bieżących relacjach cenowych wydaje się mieć pozytywne przełożenie na wycenę (5,2 PLN/akcję). Z drugiej strony zwracamy uwagę na wciąż wysoką wycenę rynkową podmiotu (z premią mimo silnej poprawy wyników) i ryzyko w wynikach 4Q'15, które w minionym roku zostały zbudowane na bardzo wysokich cenach amoniaku (ograniczenia w światowej podaży). **W rezultacie podnosimy rekomendację ze Sprzedaj do TRZYMAJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 23 PLN/akcję.**

ZA Puławy

Od początku 2015 roku kurs akcji spółki zyskał 27% (WIG -3% YTD, WIG-Chemia +37% YTD) dzięki wysokiej dynamice wzrostu wyników w 1H'15. Spółka jest największym konsumentem gazu w Grupie Azoty i najwięcej korzysta na jego obniżce. **Niemniej wysoka ekspozycja na relatywnie słabszy w ostatnim czasie biznes nawozów azotowych (w październiku'15 mocznik poniżej 250 USD/t czyli najniżej od 2010 roku, brak perspektywy szybkiej poprawy- wzrost mocy produkcyjnych do 2019 roku CAGR 4% wobec wzrostu popytu o 2% wg IFA) i kaprolaktam (załamanie rynku w 3Q'15- utrata wolumenów) skłania nas do obniżenia rekomendacji dla spółki z Akumuluj do TRZYMAJ wyznaczając jednocześnie cenę docelową na 175 PLN/akcję.**

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe spółek

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	2012	2013*	2014	2015P	2016P
Przychody	7 098,7	9 821,0	9 898,5	9 568,3	9 352,1
EBITDA	611,3	768,4	822,4	1 107,5	1 173,1
EBIT	371,7	218,2	302,2	626,3	629,3
Zysk netto	294,4	195,2	269,1	469,6	419,2
Marża EBITDA	8,6%	7,8%	8,3%	11,6%	12,5%
Marża EBIT	5,2%	2,2%	3,1%	6,5%	6,7%
Marża netto	4,1%	2,0%	2,7%	4,9%	4,5%
P/BV (x)	2,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/E (x)	31,3	47,3	34,3	19,6	22,0
EV/EBITDA (x)	15,6	12,8	11,9	8,9	8,7

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

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	2Q'14	2Q'15	r/r	3Q'14	3Q'15P	r/r
Przychody	2 370,4	2 280,7	-3,8%	2 268,9	2 153,4	-5,1%
EBITDA	239,2	293,0	22,5%	126,3	152,2	20,5%
EBIT	103,5	172,3	66,4%	1,2	32,8	2676,0%
Zysk netto	72,7	126,6	74,1%	4,5	23,5	424,4%
Marża EBITDA	10,1%	12,8%		5,6%	7,1%	
Marża EBIT	4,4%	7,6%		0,1%	1,5%	
Marża netto	3,1%	5,6%		0,2%	1,1%	
P/BV (x)	1,1	1,3		1,1	1,4	
P/E (x)	58,8	17,6		47,1	18,1	
EV/EBITDA (x)	11,4	8,2		9,7	8,0	

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

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	2 981,2	2 464,4	2 412,4	2 774,6	2 889,5
EBITDA	210,9	101,8	173,5	258,4	306,9
EBIT	127,8	16,1	80,8	179,8	218,6
Zysk netto	104,2	11,3	63,5	141,0	158,9
Marża EBITDA	7,1%	4,1%	7,2%	9,3%	10,6%
Marża EBIT	4,3%	0,7%	3,3%	6,5%	7,6%
Marża netto	3,5%	0,5%	2,6%	5,1%	5,5%
P/BV (x)	1,8	1,9	1,8	1,6	1,5
P/E (x)	17,3	158,9	28,3	12,8	11,3
EV/EBITDA (x)	9,3	19,4	11,5	7,9	6,9

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	2Q'14	2Q'15	r/r	3Q'14	3Q'15P	r/r
Przychody	617,2	693,7	12,4%	505,0	668,3	32,4%
EBITDA	51,7	83,1	60,8%	27,9	41,6	49,2%
EBIT	31,7	64,9	104,5%	7,1	23,3	228,7%
Zysk netto	26,2	54,7	108,4%	6,8	17,9	163,4%
Marża EBITDA	8,4%	12,0%		5,5%	6,2%	
Marża EBIT	5,1%	9,4%		1,4%	3,5%	
Marża netto	4,3%	7,9%		1,3%	2,7%	
P/BV (x)	1,7	1,5		1,8	1,6	
P/E (x)		12,5			13,0	
EV/EBITDA (x)	22,1	7,2		20,8	8,0	

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

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	3 981,8	3 797,9	3 664,5	3 478,9	3 352,6
EBITDA	620,5	478,3	393,9	515,5	440,7
EBIT	504,6	340,0	245,6	357,7	275,3
Zysk netto	487,1	304,6	224,5	330,1	226,4
Marża EBITDA	15,6%	12,6%	10,8%	14,8%	13,1%
Marża EBIT	12,7%	9,0%	6,7%	10,3%	8,2%
Marża netto	12,2%	8,0%	6,1%	9,5%	6,8%
P/BV (x)	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
P/E (x)	7,0	11,2	15,2	10,3	15,0
EV/EBITDA (x)	4,8	6,3	7,8	5,7	7,0

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	2Q'14	2Q'15	r/r	3Q'14	3Q'15P	r/r
Przychody	847,5	827,8	-2,3%	846,2	755,3	-10,7%
EBITDA	118,3	144,3	21,9%	40,5	58,2	44,0%
EBIT	79,6	103,0	29,3%	1,0	19,3	1896,4%
Zysk netto	72,8	95,0	30,6%	2,3	19,0	716,7%
Marża EBITDA	14,0%	17,4%		4,8%	7,7%	
Marża EBIT	9,4%	12,4%		0,1%	2,6%	
Marża netto	8,6%	11,5%		0,3%	2,5%	
P/BV (x)	1,1	1,0		1,0	1,1	
P/E (x)	13,8	9,1		14,2	9,5	
EV/EBITDA (x)	6,8	5,2		6,8	5,6	

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	2 191,0	2 076,0	2 056,0	1 777,1	1 831,3
EBITDA	219,2	174,0	174,0	193,5	267,8
EBIT	143,2	98,0	89,4	116,3	183,1
Zysk netto	116,0	85,0	78,0	99,2	144,8
Marża EBITDA	10,0%	8,4%	8,5%	10,9%	14,6%
Marża EBIT	6,5%	4,7%	4,4%	6,5%	10,0%
Marża netto	5,3%	4,1%	3,8%	5,6%	7,9%
P/BV (x)	-	-	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	2Q'14	2Q'15	r/r	3Q'14	3Q'15P	r/r
Przychody	471,0	397,0	-15,7%	491,0	401,2	-18,3%
EBITDA	54,0	27,0	-50,0%	31,0	28,2	-9,1%
EBIT	33,0	7,8	-76,4%	11,0	8,2	-25,6%
Zysk netto	31,0	12,0	-61,3%	8,0	6,6	-17,1%
Marża EBITDA	11,5%	6,8%		6,3%	7,0%	
Marża EBIT	7,0%	2,0%		2,2%	2,0%	
Marża netto	6,6%	3,0%		1,6%	1,7%	
P/BV (x)	-	-		-	-	
P/E (x)	-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-	

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

CAPEX i dywidenda

Plan inwestycyjny [mln PLN]

		2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	CUM 2015-2017
Grupa Azoty	CAPEX	344,0	397,3	680,9	676,4	1 131,2	1 367,7	889,0	3 387,8
	CAPEX/Amortyzacja	182,2%	165,8%	123,8%	130,0%	203,3%	226,2%	142,0%	189,6%
	CAPEX/Przychody	6,4%	5,6%	6,9%	6,8%	11,8%	14,6%	8,9%	11,7%
ZCh Police	CAPEX	70,1	124,8	150,1	-161,2	222,0	260,1	114,1	596,1
	CAPEX/Amortyzacja	89,2%	150,2%	175,1%	-173,8%	282,3%	294,3%	121,0%	228,2%
	CAPEX/Przychody	2,5%	4,2%	6,1%	-6,7%	8,0%	9,0%	3,8%	6,9%
ZA Puławy	CAPEX	386,3	368,2	313,3	229,3	247,0	318,5	399,9	965,4
	CAPEX/Amortyzacja	372,7%	317,6%	226,4%	154,6%	158,4%	192,5%	222,2%	192,6%
	CAPEX/Przychody	10,7%	9,2%	8,2%	6,3%	7,1%	9,5%	11,1%	9,3%
ZA Kędzierzyn	CAPEX	75,2	10,6	53,2	128,9	285,2	204,7	115,6	605,5
	CAPEX/Amortyzacja	89,0%	13,9%	70,0%	152,4%	369,0%	241,7%	133,6%	243,7%
	CAPEX/Przychody	3,3%	0,5%	2,6%	6,3%	16,0%	11,2%	5,9%	10,9%

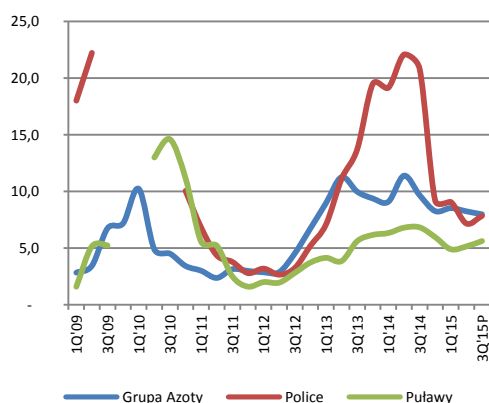
Źródło: BDM S.A., spółki

Dywidenda [mln PLN]

		2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	CUM 2015-2017
Grupa Azoty	Dywidenda	0,0	0,0	170,8	41,8	0,0	85,2	155,9	241,1
	Stopa wypłaty			68,1%	94,7%	0,0%	40,0%	60,0%	
	DY w okresie			2,9%	0,7%	0,0%	0,9%	1,7%	2,61%
ZCh Police	Dywidenda	0,0	0,0	50,4	-23,3	42,0	70,5	79,4	191,9
	Stopa wypłaty			48,4%	45,2%	66,1%	50,0%	50,0%	
	DY w okresie			3,4%	1,4%	2,3%	3,9%	4,4%	10,66%
ZA Puławy	Dywidenda	19,4	70,1	179,7	198,4	134,4	198,1	135,8	468,3
	Stopa wypłaty	56,8%	23,7%	29,9%	50,9%	51,4%	60,0%	60,0%	
	DY w okresie	1,2%	4,6%	6,7%	5,8%	3,9%	5,8%	3,9%	13,61%
ZA Kędzierzyn	Dywidenda	0,0	119,7	63,3	42,1	58,7	99,2	144,8	302,7
	Stopa wypłaty		60,5%	54,6%	49,5%	75,3%	100,0%	100,0%	
	DY w okresie								

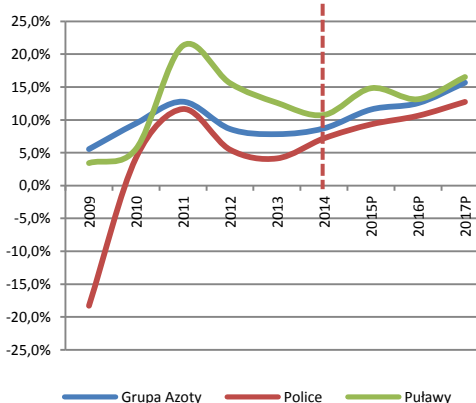
Źródło: BDM S.A., spółki

Historyczna wycena spółek EV/EBITDA*



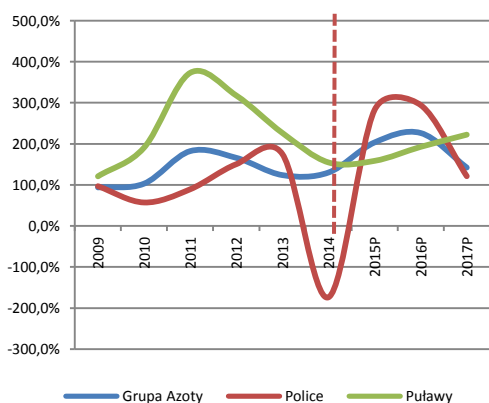
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-oczyszczona. Kurs EoQ

Historyczne marże EBITDA spółek z Grupy Azoty



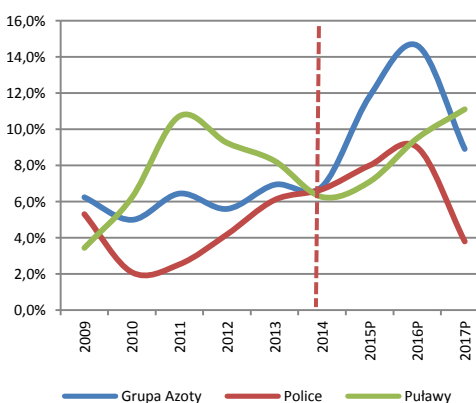
Źródło: BDM S.A., Spółka

CAPEX/amortyzacja



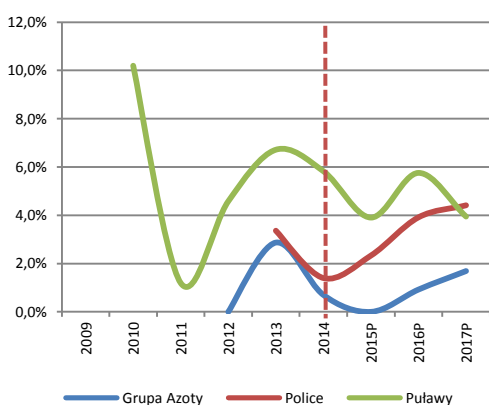
Źródło: BDM S.A., Spółka

CAPEX/przychody



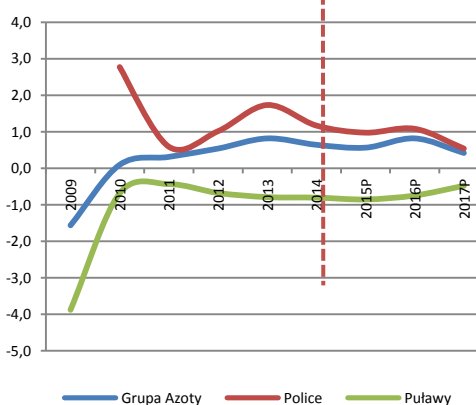
Źródło: BDM S.A., Spółka

DY w okresie



Źródło: BDM S.A., Spółka

Dług netto/EBITDA*

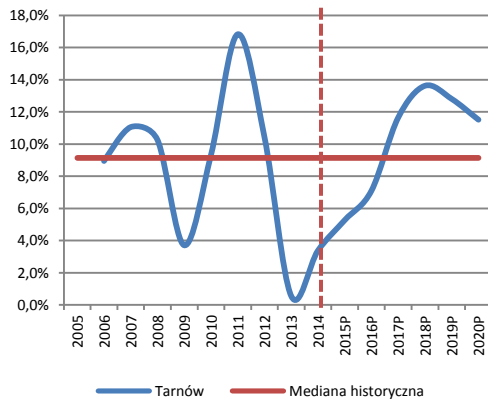


Źródło: BDM S.A., Spółka. *-oczyszczona

Założenie dla rentowności spółek- powyżej historycznych poziomów

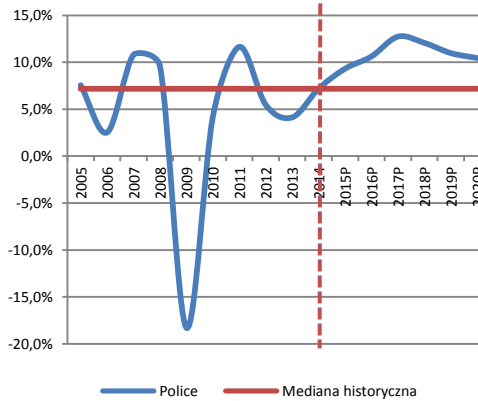
Nasze założenia odnośnie rentowności spółek wchodzących w skład Grupy Azoty są powyżej historycznych poziomów.

Marża EBITDA ZA Tarnów (historyczna/prognozowana)



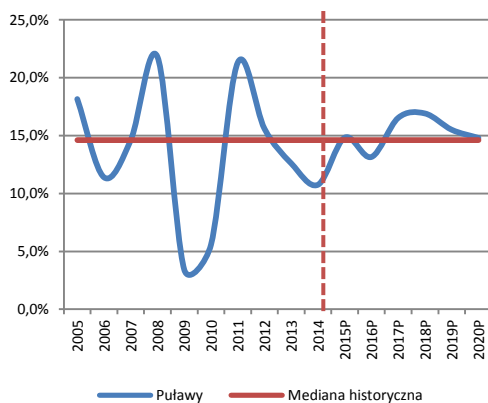
Źródło: BDM S.A., Spółka

Marża EBITDA ZCh Police (historyczna/prognozowana)



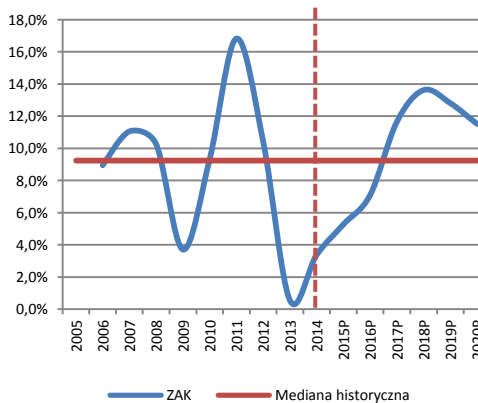
Źródło: BDM S.A., Spółka

Marża EBITDA ZA Puławy (historyczna/prognozowana)



Źródło: BDM S.A., Spółka

Marża EBITDA ZAK (historyczna/prognozowana)



Źródło: BDM S.A., Spółka

Rozkład mocy produkcyjnych i ekspozycja poszczególnych spółek

Rozkład mocy produkcyjnych w poszczególnych fabrykach i główne zmiany w przyszłości [tys. ton]

	Tarnów	Kędzierzyn	Police	Puławy	Fosfory Gdańskie (GK Puławy)	Siarkopol	RAZEM
Amoniak	180 (3)	384	560 (7)	1 125			2 249
Kwas siarkowy			1 020		120		1 140
Kwas azotowy		300		1 000 (8)			1 300
Kwas fosforowy			480				480
Nawozy saletrzane	490	616		1 100			2 206
Siarczan amonu	424			196 (1)			620
Mocznik		167	400	1 215			1 782
RSM		(4)		1 200			1 200
Nawozy wieloskładnikowe			1 320		360		1 680
Kaprolaktam	98			70			168
Poliamid	102 (6)						102
Biel tytanowa			40				40
Melamina				92			92
Siarka						700	700
Fosforyty			400 (2)				400
Alkohole OXO		162					162
Plastyfikatory		70 (5)					70

Źródło: BDM S.A., spółki. (1)- w tym 40k z IOS, (2)- roczna wielkość wydobycia AIG w Senegalu (55%, (3)- rozbudowa do 212 tys. ton od 2017 roku, (4)- rozbudowa o 100 tys. ton od 2016 roku, (5) zamiana 70 tys. DEHP na 50 tys. DOTP od 2016, (6)- rozbudowa do 182 tys. ton od 2017 roku, (7)- rozbudowa do 588 tys. ton od 2017 roku, (8)- rozbudowa do 1400 tys. ton od 2021 roku.

Ekspozycja poszczególnych spółek w 2014 roku

	Grupa Azoty	ZA Tarnów	ZCh Police	ZA Puławy	ZA Kędzierzyn	zmiana cen 2015/2014	zmiana marży 2015/2014	zmiana cen 2016/2015P	zmiana marży 2016/2015P
Nawozy	61,2%	36,3%	70,7%	64,4%	42,1%				
azotowe	45,9%	36,3%	16,6%	58,6%	42,1%				
mocznik/RSM*	16,5%		16,6%	28,2%	6,3%	-13,2%	9,0%	-4,5%	55,0%
saletra amonowa	17,9%			28,3%	35,8%	0,5%	3,9%	-6,5%	6,9%
saletrzak/saletrosan	9,4%	30,1%			0,0%	-0,6%	50,7%	-6,1%	33,9%
siarczan amonu	2,1%	6,2%		2,2%		1,7%	42,4%	-4,0%	104,0%
wieloskładnikowe	15,3%	0,0%	54,1%	5,8%	0,0%				
NPK	11,5%		38,4%	5,8%		-5,2%	5,2%	1,1%	28,3%
DAP	3,8%		15,7%			-3,6%	7,1%	-3,6%	11,1%
Tworzywa	15,7%	52,8%	0,0%	13,8%	0,0%				
poliamid	9,5%	47,8%				-17,1%	1,3%	-0,7%	-10,4%
kaprolaktam	6,2%	5,0%		13,8%		-15,8%	2,7%	0,0%	-7,0%
Chemia	18,3%	0,0%	24,5%	10,2%	52,3%				
alkohole (2EH)	9,5%				43,1%	-33,7%	5,1%	11,2%	4,3%
plastyfikatory (DEPH)	1,6%				7,4%	-8,2%	24,5%	6,4%	86,2%
melamina	4,0%			10,2%		1,2%	0,3%	0,4%	21,5%
biel tytanowa	3,2%		12,4%			-7,4%	-0,7%	-3,2%	-11,0%
amoniak			12,1%		1,8%	-19,5%	18,1%	0,7%	62,7%
RAZEM	95,2%	89,1%	95,2%	88,4%	94,4%				

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

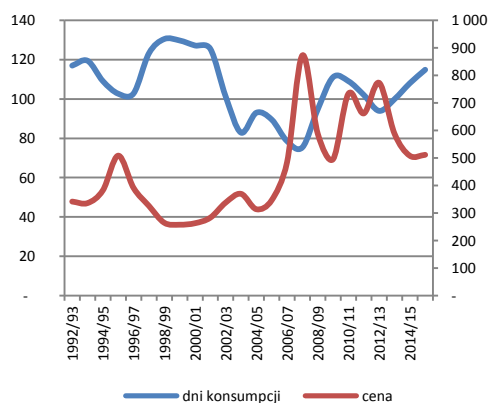
OTOCZENIE RYNKOWE

Ceny zbóż

W 2015 roku ceny pszenicy (CBOT) są niższe o 13% r/r, a kukurydzy o 9% r/r. Jest to 3 rok spadku surowców rolnych z rzędu. Od 2012 roku pszenica potaniała o 32%, a kukurydza o 45%. Z jednej strony to efekt osłabienia dolara, a z drugiej wysokich zbiorów przy ograniczonej konsumpcji (spowolnienie gospodarcze w emerging markets). W rezultacie zapasy pszenicy w dniach konsumpcji są najwyższe od 2002 roku, kiedy za 100bu pszenicy płacono mniej niż 300 USD (obecnie ok. 500 USD/100bu). W przypadku kukurydzy zapasy utrzymują się względnie na niezmiennym poziomie od kilku lat (ok. 70 dni). O ile w przypadku cen pszenicy może pojawić się jeszcze presja spadkowa (relatywnie wysokie zapasy), to dla kukurydzy nie widać takiego zagrożenia.

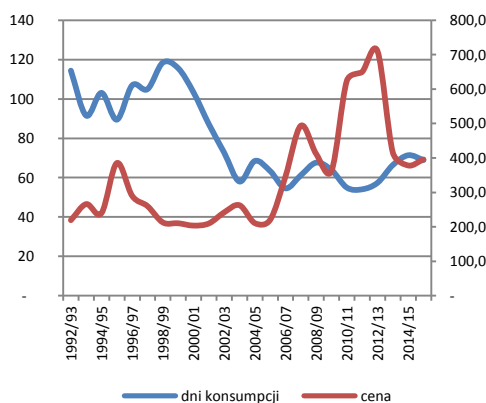
Nasze prognozy cen, od których uzależniamy notowania nawozów, opieramy na aktualnej krzywej kontraktów terminowych. Sugeruje ona delikatny wzrost cen w najbliższych latach w tempie ok. 4% rocznie (2015-2019P).

Zapasy pszenicy w dniach konsumpcji vs cena



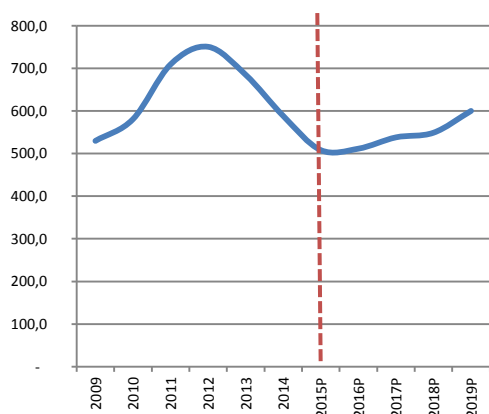
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, USDA. Lewa skala: zapasy w dniach konsumpcji, prawa skala: cena [USD/100bu]. *- prognoza z października 2015.

Zapasy kukurydzy w dniach konsumpcji vs cena



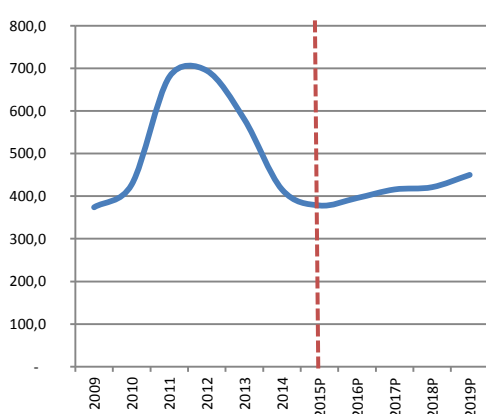
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, USDA. Lewa skala: zapasy w dniach konsumpcji, prawa skala: cena [USD/100bu]. *- prognoza z października 2015.

Ceny pszenicy [USD/100bu]- prognoza 2016-2019



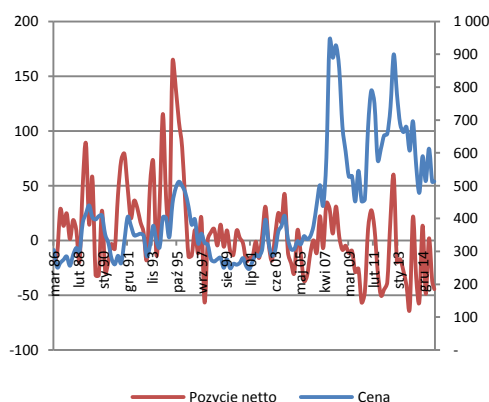
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Na podstawie krzywej futures

Ceny kukurydzy [USD/100bu]- prognoza 2016-2019



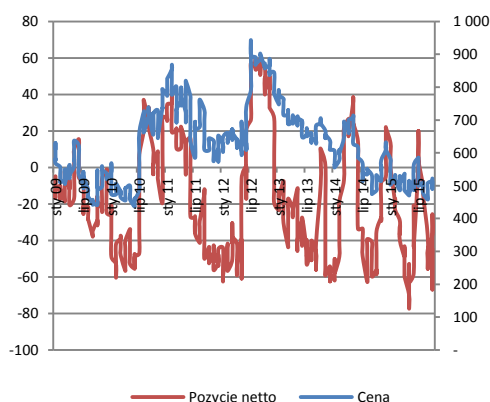
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Na podstawie krzywej futures

Notowania pszenicy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



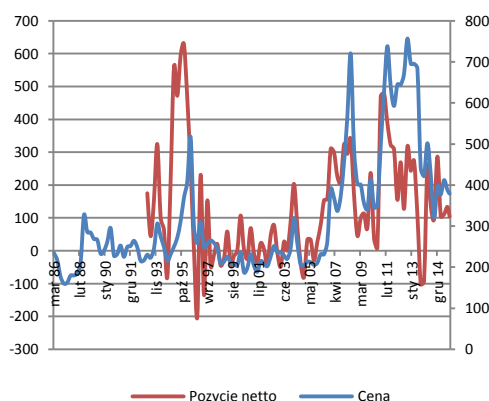
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny pszenicy USD/100bu

Notowania pszenicy a spekulacyjne pozycje netto CFTC



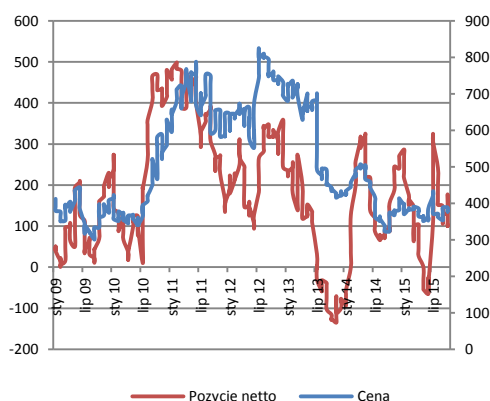
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny pszenicy USD/100bu

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



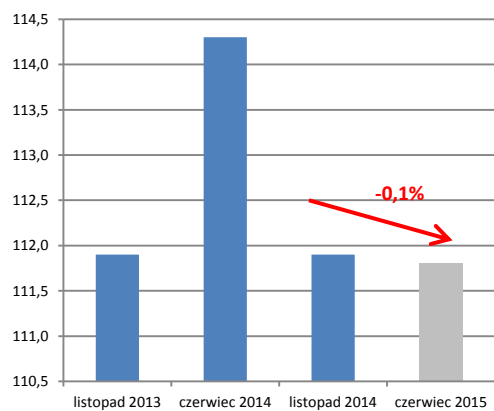
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny kukurydzy USD/100bu

Prognozy popytu i podaży nawozów wg IFA

Ostatnia prognoza IFA dotycząca globalnego popytu na nawozy pochodzi z czerwca'15. Wobec projekcji z listopada 2014 jedynie prognozy popytu na nawozy potasowe zostały podwyższone (+3,6% w 2014/2015 i +1,9% w 2015/2016), co wynika z dużego importu przez Indie (w 1H'15 3 mln ton DAP vs 1 mln ton w 1H'14). Prognozy dla nawozów azotowych zostały obniżone odpowiednio o 0,1% dla 2014/2015 i 1% dla 2015/2016, a dla fosforowych o 0,5% w 2014/2015 i 1% w 2015/2016.

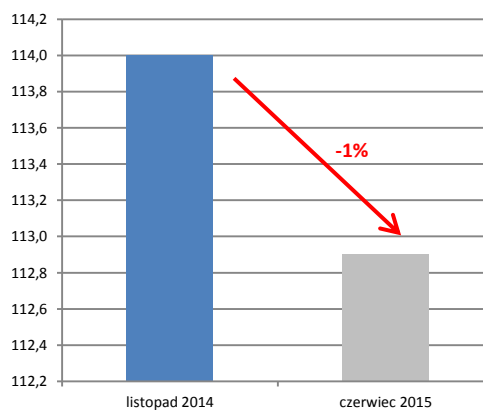
Podaż nawozów azotowych będzie wzrastała w tempie ok. 4% rocznie do 2019 roku, czyli szybciej niż popyt (ok. 2% CAGR). Tylko w USA w latach 2015-2016 przybędzie ponad 5 mln ton mocy amoniaku/mocznika (niskie ceny gazu). Wzrost planowany jest także w Chinach (niskie ceny węgla). W przypadku nawozów fosforowych globalny wzrost mocy produkcyjnych to 2,7% rocznie do 2019 roku głównie w rejonach zasobnych w fosforyty (Maroko, Arabia Saudyjska, Chiny, Brazylia). Popyt ma rosnąć o 2,4% CAGR. W przypadku nawozów potasowych globalne moce mają rosnąć w średniorocznym tempie 3,1% r/r do 2019 roku przy wzroście popytu o 2,5% CAGR.

Prognozy popytu na nawozy azotowe 2014-2015P



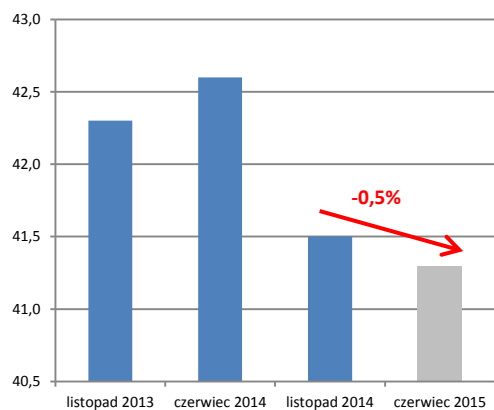
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy azotowe 2015-2016P



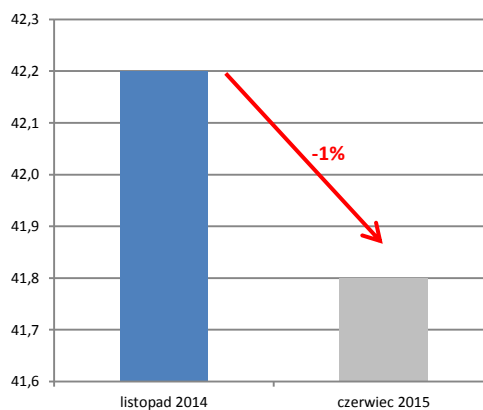
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy fosforowe 2014-2015P



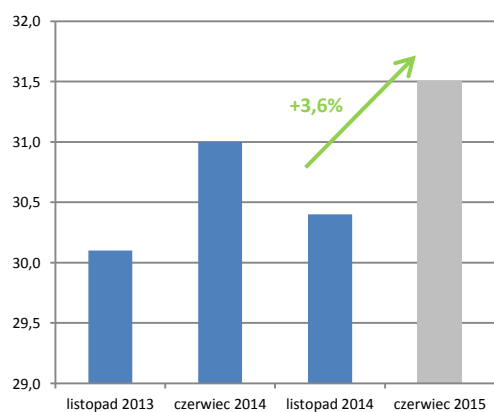
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy fosforowe 2015-2016P



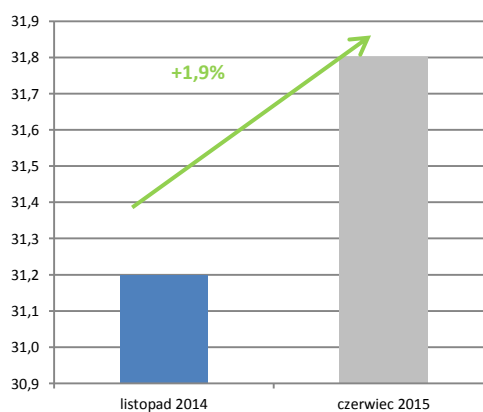
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy potasowe 2014-2015P



Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy potasowe 2015-2016P

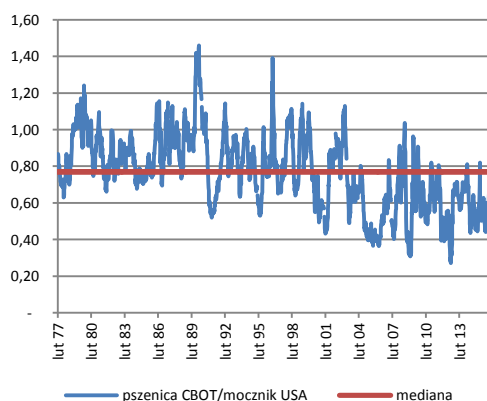


Źródło: BDM S.A. IFA

Relacje cenowe zbóż do nawozów

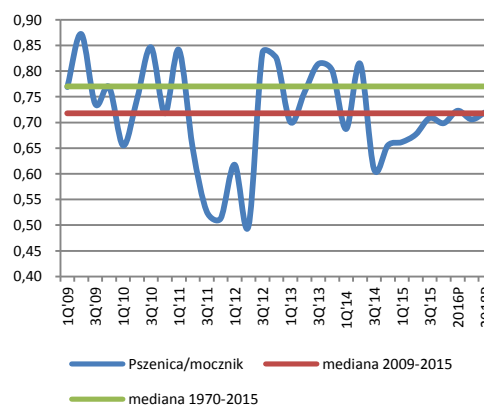
Zakładamy utrzymanie historycznych relacji zboża/nawozy (mediana 2009-2015). W rezultacie lekka poprawa notowań nawozów będzie skutkować co najwyżej utrzymaniem notowań nawozów na dotychczasowych poziomach. Ryzykiem jest spadek cen nawozów związany z tańszym gazem i sytuacja popyt/podaż na tym rynku (szybszy wzrost mocy niż popytu w latach 2015-2019 wg IFA). W długim terminie większy potencjał spadku upatrujemy bardziej w nawozach fosforowych i potasowych (historyczne relacje cenowe zboża/nawozy).

Relacja pszenica/mocznik długoterminowa



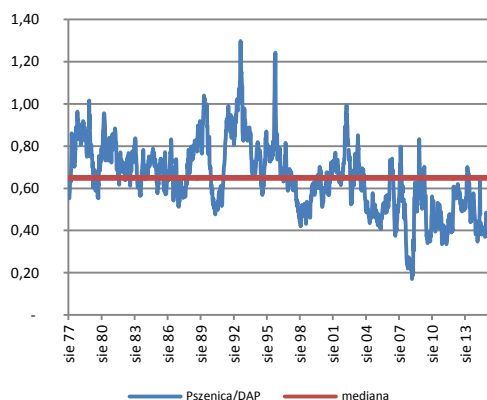
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/mocznik krótkoterminowa- prognoza



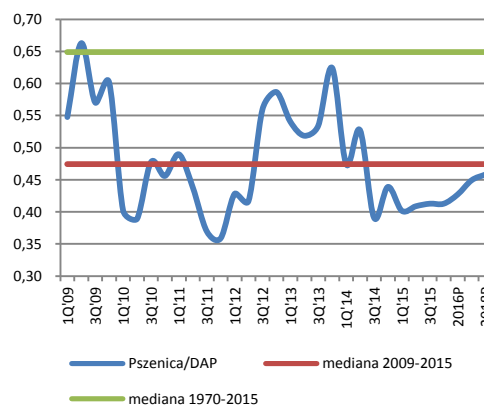
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP długoterminowa



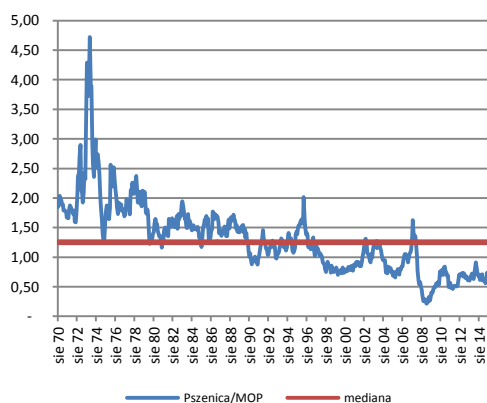
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP krótkoterminowa- prognoza



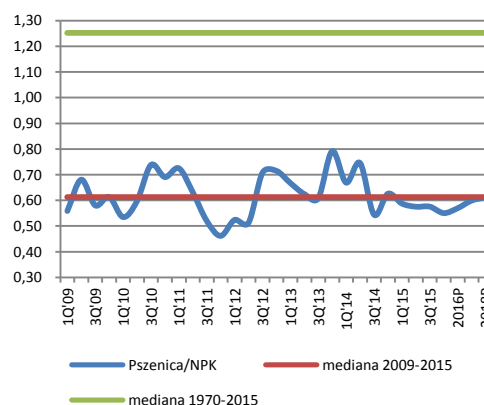
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) długoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

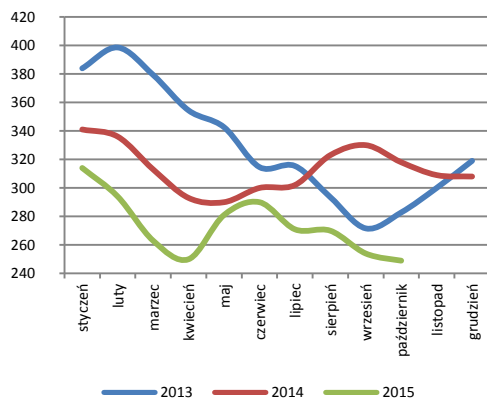
Relacja pszenica/MOP (NPK) krótkoterminowa- prognoza



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

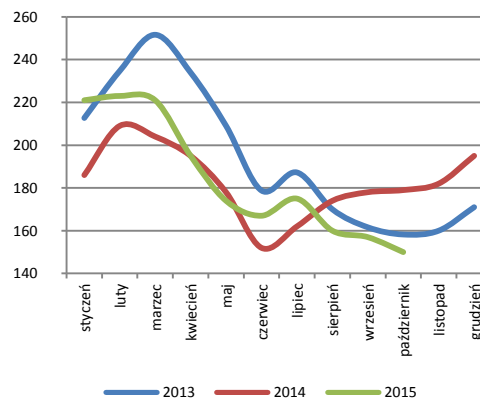
Notowania podstawowych nawozów

Mocznik 2013-2015 [USD/t]



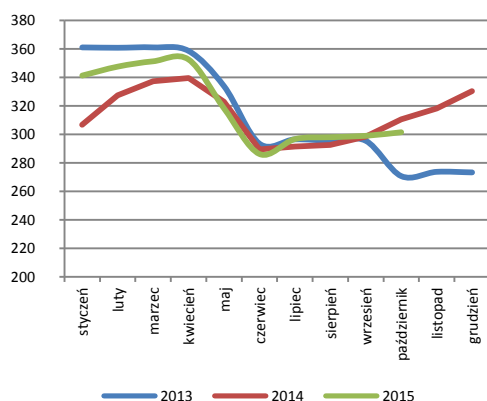
Źródło: BDM S.A. spółka

RSM 2013-2015 [USD/t]



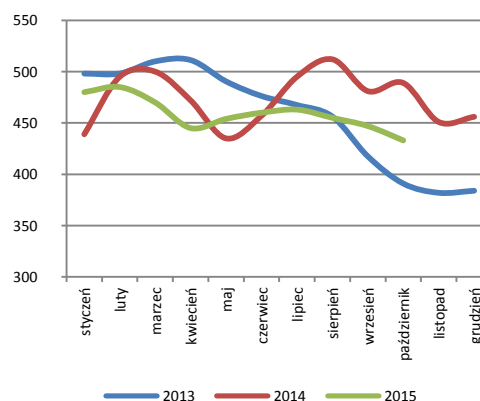
Źródło: BDM S.A. spółka

Saletra amonowa 2013-2015 [EUR/t]



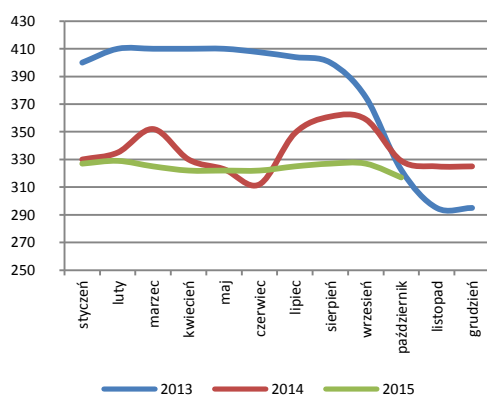
Źródło: BDM S.A. spółka

DAP 2013-2015 [USD/t]



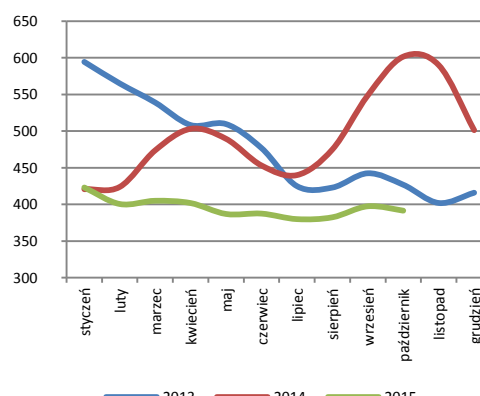
Źródło: BDM S.A. spółka

NPK 2013-2015 [USD/t]



Źródło: BDM S.A. spółka

Amoniak 2013-2015 [USD/t]

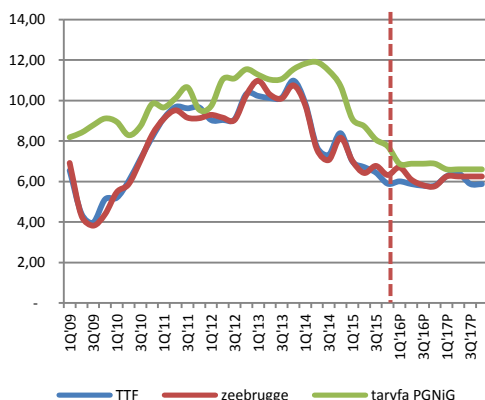


Źródło: BDM S.A. spółka

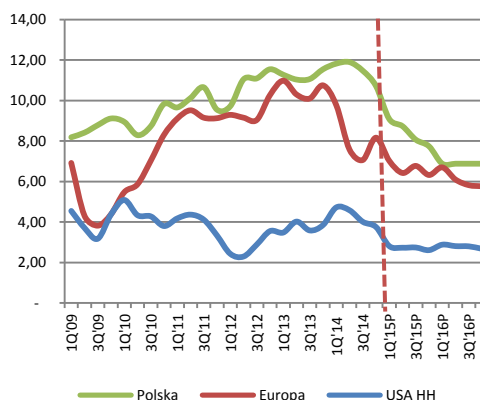
Taryfa PGNiG bliska TTF- sprzyjające otoczenie przynajmniej do 2017 roku.

Choć spółka znacznie zwiększyła zakupy gazu spoza taryfy PGNiG (40% w 1H'15) to w dalszym ciągu największym dostawcą jest PGNiG. W ostatnim czasie, po 3 obniżkach w 2015 roku taryfa zbliżyła się do notowań gazu w Europie. Zakładamy, że tak też będzie w najbliższych latach. W rezultacie gaz będzie taniał do 2017 roku (-13% w '15, -15% w '16 i -6% w '17).

Ceny gazu: taryfa PGNiG vs TTF i Zeebrugge [USD/MMBTU]



Ceny gazu w Polsce, Europie i USA [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures

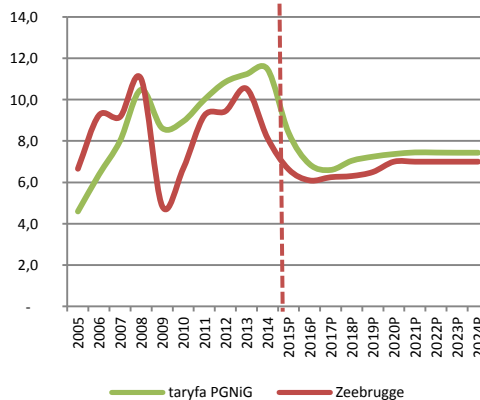
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures

Taryfa PGNiG długoterminowo [PLN/1000 m3]



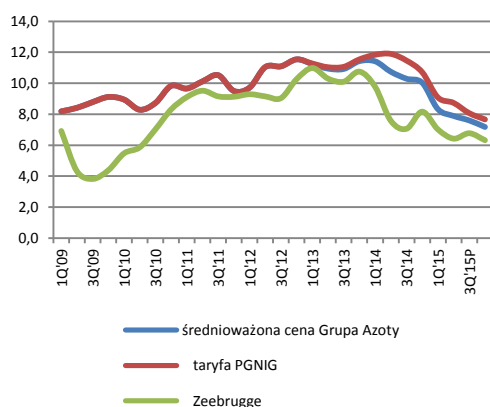
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures Zeebrugge, Ropy Brent i USD/PLN.

Taryfa PGNiG vs Zeebrugge[USD/MMBTU]



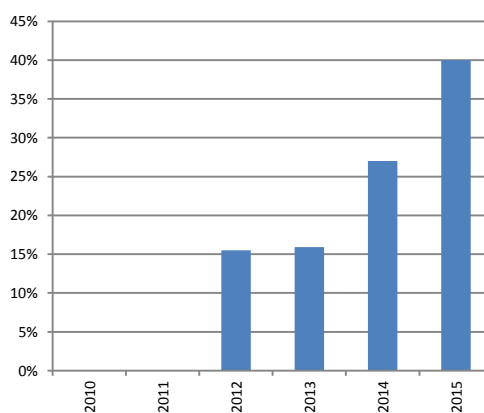
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures Zeebrugge, Ropy Brent i USD/PLN.

Koszty zakupu gazu Grupa Azoty vs PGNiG/Zeebrugge*



Źródło: BDM S.A. Bloomberg. *USD/MMBTU

Stopień dywersyfikacji dostaw gazu* [% ogółu]



Źródło: BDM S.A. Spółka. *- % ogółu dostaw spoza taryfy PGNiG



Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY**RAPORT ANALITYCZNY**

Od początku roku kurs spółki zachowywał się relatywnie lepiej (+48% YTD) niż szeroki rynek (-3% YTD) czy WIG-Chemia (+37% YTD), na co wpływ miały niższe ceny gazu będące głównym czynnikiem poprawy marż (spółka ok. 40% surowca kupuje spoza taryfy). Obecnie taryfa PGNiG, szczególnie po uwzględnieniu rabatów dla dużych klientów, jest bliska notowaniom TTF/Zeebrugge i przyrost marży spółki nie będzie tak dynamiczny jak do tej pory (brak dodatkowego efektu oszczędności). Wskazujemy na słabsze otoczenie w biznesie nawozów azotowych (dalszy spadek cen w 3Q/4Q'15), alkoholu OXO (ryzyko w wynikach ZAK za 3Q'15) i tworzyw (załamanie rynku kaprolaktamu w 3Q'15). Biorąc pod uwagę wysoką wycenę rynkową (EV/EBITDA 12m 8,2x, '15 8,9x, '16 8,7x) i możliwość rozczarowania wynikami 3Q'15 jak i 4Q'15 podtrzymujemy rekomendację **SPRZEDAJ** wyznaczając cenę docelową na 60,2 PLN/akcję.

Okres 3Q jest sezonowo najsłabszy w biznesie nawozowym dlatego wyniki spółki będą znacząco słabsze niż to co obserwowaliśmy w 1H'15. W relacji r/r dynamika poprawy EBITDA powinna być utrzymana w okolicach 20-30%, co jest głównie zasługą niższych kosztów gazu. Oprócz ZAK, gdzie przedłużył się postój remontowy (01-06-17.07.15) skutkujący utratą wolumenów sprzedaży mocznika i alkoholu OXO, wszystkie spółki powinny być w stanie poprawić wyniki finansowe. Największej dynamiki poprawy oczekujemy w Policach, gdzie otoczenie w biznesie nawozów wieloskładnikowych było relatywnie lepsze niż w azotowych. Ryzykiem są Puławy, gdzie mieliśmy załamanie rynku kaprolaktamu. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, wysoki konsensus wynikowy (185 mln PLN EBITDA vs 152 mln PLN w naszej prognozie) i rozczarowujące wyniki 3Q'15 głównych spółek nawozowych (str. 17) wskazujemy na ryzyko negatywnego zaskoczenia za wspomniany okres.

W sierpniu 2013 roku spółka opublikowała strategię na lata 2013-2020. W sierpniu 2014 roku ukazał się dokument „operacjonalizacja strategii 2014-2020” potwierdzający i uszczegóławiający zakładane cele. Zakładamy, że spółka już od 2017 roku zrealizuje cele rentowności (marża EBITDA/EBIT 14%/8%) dzięki głównie niskim cenom gazu i oddanym inwestycjom (PA6). Oczekujemy, że sprzyjające warunki rynkowe, program inwestycyjny i oszczędnościowy pozwolą na utrzymanie zakładanej rentowności w długim terminie. Zakładamy ok. 7 mld PLN nakładów inwestycyjnych do 2020 roku (z inwestycjami odtworzeniowymi ponad 9 mld PLN) i powrotu do polityki dywidendowej od 2016 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę na niskie zadłużenie spółki mimo mocnego programu inwestycyjnego, co daje dalsze możliwości rozwoju grupy także po stronie transakcji akwizycyjnych, o czym spółka wspominała w swojej strategii, a czego my nie zakładamy. Ryzykiem w tym przypadku jest obecność w akcjonariacie MSP i próby wykorzystania silnego bilansu grupy do projektów wątpliwych ekonomicznie.

	2012	2013*	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	7 098,7	9 821,0	9 898,5	9 568,3	9 352,1	9 980,4
EBITDA [mln PLN]	611,3	768,4	822,4	1 107,5	1 173,1	1 563,4
EBIT [mln PLN]	371,7	218,2	302,2	626,3	629,3	997,3
Wynik netto [mln PLN]	294,4	195,2	269,1	469,6	419,2	703,4
P/BV	2,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/E	31,3	47,3	34,3	19,6	22,0	13,1
EV/EBITDA	15,6	12,8	11,9	8,9	8,7	6,3
EV/EBIT	25,7	45,2	32,3	15,7	16,2	9,9

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

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.

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIO: SPRZEDAJ)

WYCENA 60,2 PLN**6 LISTOPAD 2015**

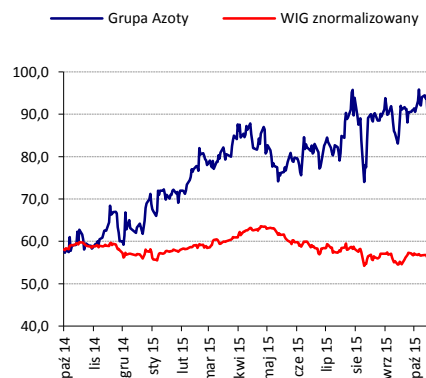
Wycena DCF [PLN]	58,7
w tym NPV PDH 75% (Police 66%, ZAK)	6,3
w tym NPV EC400 (Puławy 96%)	1,8
Wycena porównawcza [PLN]	61,6
Wycena końcowa [PLN]	60,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-35,3%
Koszt kapitału	8,5%

Cena rynkowa [PLN]	93,0
Kapitalizacja [mln PLN]	9 225,2
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	95,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	74,0

Stopa zwrotu za 3 mc	3,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	29,2%

Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	20,0%
PZU TFI	8,6%
ING OFE	10,0%
EBOR	5,7%
Pozostali	22,7%



WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 61,3 PLN (w tym 7,8 PLN PDH i EC400). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 68,0 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 64,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	58,7
w tym NPV PDH 75% (Police 66%, ZAK)		6,3
w tym NPV EC400 (Puławy 96%)		1,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	61,6
Wycena spółki [PLN]		60,2

Źródło: BDM S.A.

Podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAŻ dla spółki wskazując na:

- utrzymującą się wysoką wycenę rynkową podmiotu (MC 9,2 mld PLN, EV'EBITDA12m 8,2x, '15 8,9x, '16 8,7x);
- rozczarowujące wyniki 2H'15 (ryzyko w wynikach 3Q'15 ZAK- przedłużony postój i Puławy-załamanie na rynku kaprolaktamu);
- pogorszenie otoczenia biznesowego w nawozach azotowych (nadpodaż z Chin i Ameryki Pn) i kaprolaktamie (nadpodaż z Chin);
- ujemną generację FCF w latach 2015-2016 wskutek dużego programu inwestycyjnego (CAPEX 1,1-1,4 mld PLN);
- brak, bądź symboliczną stopę wypłaty dywidendy;
- wyższe koszty z tytułu ETSIII (9 EUR/EUA vs 7 EUR/EUA);
- ryzyko polityczne (projekty zw. z ratowaniem górnictwa);
- potencjalną sprzedaż akcji (20%) przez Acron (śr. cena nabycia 55 PLN/akcję).

Podwyższenie wyceny z 44,7 PLN/akcję (sierpień 2014) do 60,2 PLN obecnie wynika z niższych cen gazu, uwzględnienia nowych inwestycji (PDH i EC400 to 8,1 PLN pozytywnego wpływu na akcję). Z drugiej strony otoczenie biznesowe w nawozach i tworzywach jest słabsze niż pierwotnie oczekiwaliśmy.

Wyniki spółki w ostatnich kwartałach i reakcja rynku

	konsensus EBITDA	BDM EBITDA	faktyczna EBITDA	różnica konsensus	różnica BDM	Reakcja rynku
4Q'15	120,7	166,6	131,8	9,2%	-20,9%	0%
1Q'15	402,7	404,2	484,6	20,3%	19,9%	-6,60%
2Q'15	323,0	282,0	293,0	-9,3%	3,9%	-2,60%
3Q'15	184,7	152,2				

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka

Wyniki za 3Q'15 wybranych spółek nawozowych

		Wyniki 3Q'15	Reakcja rynku
	Data	EPS zaskocz.	
Yara	21.10.2015	-12%	-2,30%
Potash	29.10.2015	-15%	-2,80%
Mosaic	03.11.2015	17%	5,90%
CF	04.11.2015	-33%	-9,50%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-13% r/r w 2015 roku, -16% r/r w 2016 roku) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności 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 (8,1 USD/MMBTU w 3Q'15) niż w Europie (6,8 USD/MMBTU), choć dysproporcja wyraźnie się zmniejszyła w ostatnim czasie. 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 ok. 3 USD/MMBTU, a w USA ok. 2-3 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 2019 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 4% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 2%) 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 3 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. Obecnie buforem bezpieczeństwa dla europejskich producentów jest niski kurs EUR/USD.

▪ 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 średnio po 55 PLN/szt.). Zmiany w statucie Grupy Azoty ograniczające liczbę głosów nowych udziałowców (do 20%, jeśli MSP ma powyżej 20%) zmarginalizowały pozycję Acron. W rezultacie spółka może sprzedać posiadany pakiet akcji.

▪ 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 (np. ratowanie górnictwa- zgazowanie węgla).

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Średnie zatrudnienie w spółce w 2014 roku wynosiło 13,8 tys. ludzi, a koszty wynagrodzeń sięgają 13% ogółu kosztów. W przypadku europejskiego lidera Yara zatrudnienie jest o 12% 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 2,7 (2015 rok) do 3,6 (2020 rok) mln uprawnień emisyjnych CO₂ w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości ok. 9 EUR/t (poprzednio 7,0 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 80-140 mln PLN rocznie w skali grupy. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE. Po 2020 roku nie zakładamy ETSIV (brak szczegółów)

WYCENA DCF

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

Zmiany głównych założeń w modelu (szczegóły strony 28-34):

Wolumeny sprzedaży

W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2014/2015 roku to ponad 90% i tu spółka niewiele może dołożyć. Wykorzystanie mocy kaprolaktamu/poliamidu również jest bliskie 100%. Wzrost nastąpi dopiero po oddaniu nowej inwestycji w poliamid 6 (2017 rok).

W ZAK obłożenie mocy produkcyjnych w 2015 roku jest niższe r/r z uwagi na przedłużony postój remontowy. Widać to m.in. po wolumenach sprzedaży mocznika (wykorzystanie mocy 75%) i OXO. Zakładamy stopniowe dojście do 100%.

W Puławach obciążenie podstawowych ciągów nawozowych jest bliskie bądź chwilowo przekracza nominalne zdolności. Spółka ma jedynie problemy ze sprzedażą kaprolaktamu, ale znikną one po uruchomieniu inwestycji poliamid 6 w Tarnowie (2017 rok). Wąskie gardła całego procesu produkcyjnego to instalacja saletry amonowej i amoniaku.

W Policach wolumeny sprzedaży nawozów wieloskładnikowych wzrosną w 2015 roku dwucyfrowo. Średnie wykorzystanie mocy to ok. 80% wobec 70% w 2014 roku. W 2016 roku nie zakładamy istotnego wzrostu wolumenu. Dojścia do 100% oczekujemy stopniowo do 2020 roku (rekord w 2010 roku 86%). Zakładamy przy tym pełne obciążenie linii amoniaku (94% w 2015 roku) i 90% mocznika (86% w 2015 roku).

Siarkopol zakończył 2013/2014 rok poniżej naszych oczekiwań właśnie pod kątem wolumenów sprzedaży. Wykorzystanie mocy produkcyjnych sięga tam 70-80% i tak też zakładamy w długim terminie.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 3Q'15 (mocznik/RSM, nawozy saletrzane i wieloskładnikowe, poliamid, kaprolaktam, melamina, alkohole i plastyfikatory). W kolejnych kwartałach ceny nawozów uzależnimy od notowań pszenicy (powrót do średnioterminowych relacji), której prognozy powstały na bazie krzywej kontraktów terminowych CBOT.

W 2015 roku relatywnie lepiej zachowuje się segment nawozów wieloskładnikowych (Police) niż azotowych (gł. Puławy). Spodziewamy się płaskiego rynku mocznika w najbliższych latach (ok. 260 USD/t vs 260 USD/t w 3Q'15). Lepiej powinien wyglądać segment nawozów saletrzanych (saletrzak, saletra amonowa), gdzie nie ma obecnie prowadzonych dużych inwestycji. W przypadku tworzyw nie oczekujemy istotnej poprawy. Obecnie segment pracuje na granicy rentowności EBITDA.

Ceny surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców do 3Q'15 (gaz, fosforyty, sól potasowa, benzen, fenol, propylen, ilmenit, szlaka tytanowa, energia elektryczna, węgiel). W kolejnych latach ceny uzależnimy od notowań ropy naftowej (krzywa futures), cen gazu w Europie TTF/Zeebrugge (krzywa futures) i walut (krzywa futures). Ceny fosforytów/soli potasowej uzależnimy od notowań głównych produktów powstających na ich bazie (DAP/NPK).

Po 3 obniżkach taryfy gazowej w 2015 roku średnioroczna cena spadnie o ok. 13% r/r w 2015 roku. Dalej koszty gazu uzależnimy od notowań ropy naftowej (krzywa terminowa), cen gazu w Europie (TTF- krzywa terminowa) i kursów walut (krzywa terminowa). W rezultacie w 2016 roku średnia cena gazu spadnie o ok. 16% r/r , a w 2017 roku o kolejne 6% r/r . Tym samym zbliży się do notowań TTF (6,5-7,0 USD/MMBTU).

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny (zgodnie ze strategią 2014-2020 7 mld PLN na rozwój organiczny). W samym 2015 roku CAPEX powinien sięgnąć ok. 1,1 mld PLN (680 mln PLN w 2014 roku), a w 2016 roku blisko 1,4 mld PLN. Nie zakładamy przy tym nowych projektów jak potencjalna inwestycja w zgazowanie węgla (decyzja w 1Q'16).

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). W najbliższych latach spółka będzie miała deficyt praw w wysokości 2,7-3,6 mln EUA, co przy cenie 9 EUR/EUA (poprzednio 7 EUR/EUA) spowoduje koszty rzędu 80-140 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za 2014 rok spółka nie wypłaciła dywidendy zasłaniając się dużym programem inwestycyjnym (w strategii stopa wypłaty ma sięgnąć 40-60%. Zakładamy, że w najbliższych latach będzie to ok. 40-60%, co da symboliczną stopę dywidendy 1-2%.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2015-2024 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 6 listopada 2015

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 5,8 mld PLN (w tym 0,8 mld PLN PDH i EC400). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 58,7 PLN (w tym 8,1 PLN PDH i EC400).

Model DCF

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 898,5	9 568,3	9 352,1	9 980,4	10 067,5	10 093,4	10 175,7	10 258,1	10 258,1	10 258,1	10 258,1
EBIT [mln PLN]	342,2	626,3	629,3	997,3	1029,6	887,3	803,1	941,9	906,5	879,6	851,2
Stopa podatkowa	0%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	93,4	119,6	189,5	195,6	168,6	152,6	179,0	172,2	167,1	161,7
NOPLAT [mln PLN]	342,2	532,9	509,7	807,8	834,0	718,7	650,5	763,0	734,3	712,5	689,5
Amortyzacja [mln PLN]	520,2	556,4	604,6	625,9	647,8	665,7	671,2	671,9	672,5	672,7	672,7
CAPEX [mln PLN]	-676,4	-1 131,2	-1 367,7	-889,0	-924,8	-908,4	-685,2	-684,4	-680,5	-676,6	-672,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	60,8	-62,3	28,8	-76,6	-9,5	-2,0	-10,2	-10,2	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	246,8	-104,2	-224,6	468,2	547,5	473,9	626,3	740,3	726,2	708,6	689,5
DFCF [mln PLN]		-102,9	-204,4	392,2	421,7	335,3	406,7	441,0	396,9	355,3	317,1
Suma DFCF [mln PLN]		2 758,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		7 660,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		3 523,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		6 282,7									
Dług netto* [mln PLN]		527,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]		729,1									
Wartość kapitału [mln PLN]		5 026,4									
Ilość akcji [mln szt.]		99,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		50,7									

Przychody zmiana r/r	-3,3%	-2,3%	6,7%	0,9%	0,3%	0,8%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	83,0%	0,5%	58,5%	3,2%	-13,8%	-9,5%	17,3%	-3,8%	-3,0%	-3,2%
FCF zmiana r/r	-142,2%	115,5%	-308,5%	16,9%	-13,4%	32,2%	18,2%	-1,9%	-2,4%	-2,7%
Marża EBITDA	12,4%	13,2%	16,3%	16,7%	15,4%	14,5%	15,7%	15,4%	15,1%	14,9%
Marża EBIT	6,5%	6,7%	10,0%	10,2%	8,8%	7,9%	9,2%	8,8%	8,6%	8,3%
Marża NOPLAT	5,6%	5,5%	8,1%	8,3%	7,1%	6,4%	7,4%	7,2%	6,9%	6,7%
CAPEX / Przychody	11,8%	14,6%	8,9%	9,2%	9,0%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	203,3%	226,2%	142,0%	142,8%	136,5%	102,1%	101,9%	101,2%	100,6%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	-0,3%	0,8%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,9%	13,3%	12,2%	10,9%	7,8%	12,4%	12,4%			

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2014

** - bez uwzględniania projektu PDH i EC400 (osobna wycena)

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	89,3%	89,2%	92,3%	94,7%	97,0%	99,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	10,7%	10,8%	7,7%	5,3%	3,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	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	50,9	54,8	59,6	65,7	73,7	84,5	100,2	124,9	169,3
	0,8	47,3	50,7	54,8	60,0	66,7	75,7	88,1	106,9	138,1
	0,9	44,0	47,0	50,6	55,1	60,7	68,2	78,3	92,9	115,8
	1,0	41,0	43,6	46,8	50,7	55,5	61,7	70,0	81,6	99,1
	1,1	38,2	40,6	43,4	46,7	50,9	56,2	63,1	72,5	86,1
	1,2	35,7	37,8	40,3	43,2	46,8	51,3	57,1	64,8	75,6
	1,3	33,4	35,2	37,4	40,0	43,1	47,0	51,9	58,4	67,1

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%	54,9	59,3	64,9	72,1	81,7	95,2	115,3	148,9	216,1
	4,0%	47,3	50,7	54,8	60,0	66,7	75,7	88,1	106,9	138,1
	5,0%	41,0	43,6	46,8	50,7	55,5	61,7	70,0	81,6	99,1
	6,0%	35,7	37,8	40,3	43,2	46,8	51,3	57,1	64,8	75,6
	7,0%	31,2	32,9	34,8	37,1	39,9	43,2	47,4	52,8	60,0
	8,0%	27,4	28,7	30,3	32,1	34,2	36,8	39,9	43,8	48,8
	9,0%	24,0	25,1	26,4	27,8	29,5	31,5	33,9	36,8	40,4

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%	86,4	81,2	76,5	72,1	68,2	64,5	61,1	58,0	55,1
	4,0%	75,0	69,4	64,5	60,0	56,0	52,4	49,0	46,0	43,2
	5,0%	65,7	60,0	55,1	50,7	46,7	43,2	40,0	37,1	34,5
	6,0%	58,0	52,4	47,5	43,2	39,4	36,0	33,0	30,3	27,8
	7,0%	51,5	46,0	41,2	37,1	33,5	30,3	27,4	24,9	22,6
	8,0%	46,0	40,6	36,0	32,1	28,6	25,6	22,9	20,5	18,3
	9,0%	41,2	36,0	31,6	27,8	24,5	21,6	19,1	16,9	14,8

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 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 6 listopada 2015 roku.

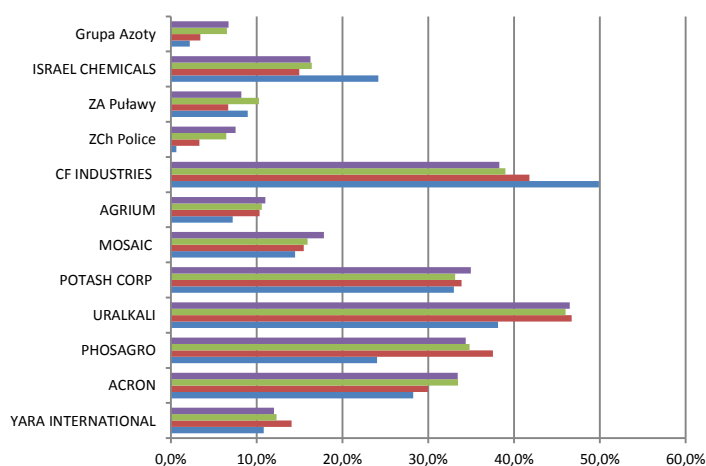
Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 6,1 mld PLN, co odpowiada 61,6 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 93,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z wyraźną premią do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
YARA INTERNATIONAL	10,6	11,0	11,0	5,3	5,9	5,7	7,2	8,3	8,1
ACRON	5,3	4,9	3,8	4,1	4,0	3,1	4,8	4,0	3,5
PHOSAGRO	7,3	6,6	6,1	5,2	5,0	4,7	6,0	6,2	5,6
URALKALI	7,6	8,0	7,9	6,9	6,5	6,2	8,5	8,0	7,5
POTASH CORP	12,6	12,7	11,9	8,0	7,9	7,6	10,7	11,1	10,1
MOSAIC	10,6	10,6	9,2	6,3	6,1	5,3	9,6	9,1	7,7
AGRIUM	13,0	12,0	10,9	8,3	7,8	7,3	11,0	10,3	9,3
CF INDUSTRIES	11,6	9,6	9,0	7,6	6,7	6,2	9,2	8,3	7,7
ZCH POLICE	12,8	11,3	8,2	7,9	6,9	5,2	11,4	9,8	7,0
ZA PUŁAWY	10,3	15,0	10,0	5,7	7,0	5,2	8,3	11,2	7,5
ISRAEL CHEMICALS	11,2	10,1	10,3	7,4	7,1	7,1	11,6	10,0	10,0
MEDIANA	10,6	10,6	9,2	6,9	6,7	5,7	9,2	9,1	7,7
GRUPA AZOTY	19,6	22,0	13,1	8,9	8,7	6,3	15,7	16,2	9,9
Premia/dyskonto do spółki	85,0%	107,1%	43,2%	28,0%	30,5%	10,2%	71,4%	77,0%	29,0%
Wycena wg wskaźnika	50,3	44,9	64,9	71,3	69,0	83,8	51,6	48,4	70,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		53,4			74,7			56,9	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		61,6							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.11.2015

Porównanie rentowności EBIT



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

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15

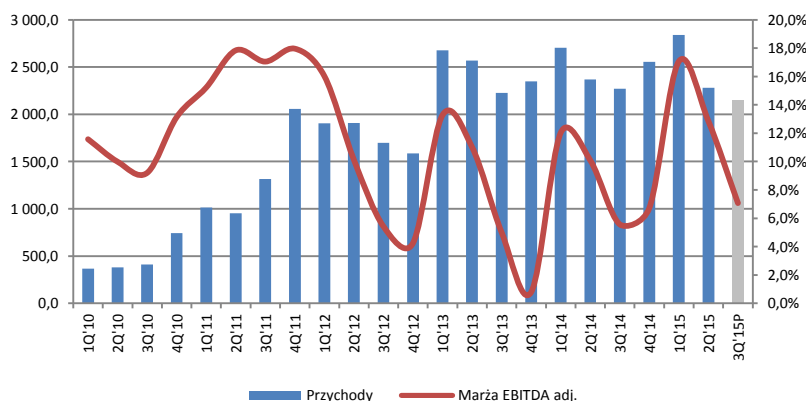
Okres 3Q jest sezonowo najslabszy w biznesie nawozowym dlatego wyniki spółki będą znacząco słabsze niż to co obserwowaliśmy w 1H'15. W relacji r/r dynamika poprawy EBITDA powinna być utrzymana w okolicach 20-30%, co jest głównie zasługą niższych kosztów gazu. Oprócz ZAK, gdzie przedłużył się postój remontowy (01-06-17.07.15) skutkujący utratą wolumenów sprzedaży mocznika i alkoholu OXO, wszystkie spółki powinny być w stanie poprawić wyniki finansowe. Największej dynamiki poprawy oczekujemy w Policach, gdzie otoczenie w biznesie nawozów wieloskładnikowych było relatywnie lepsze niż w azotowych. Ceny NPK i DAP były nieznacznie lepsze q/q, ale gorsze o ok. 8% r/r (presja związana z obniżką cen gazu, niskimi cenami zbóż), niemniej dzięki niższym kosztom gazu czy fosforytów (również efekt dostaw z Senegalu) teoretyczne marże były ok. 10% lepsze r/r i q/q. Oczekujemy również silnych wolumenów w tym obszarze. Dane o produkcji GUS za 3Q'15 sugerowały wzrost o ponad 20% r/r, co zakładamy. W obszarze nawozów azotowych wolumeny były wyższe o ok. 3% r/r. Zdecydowanie słabiej prezentowały się ceny. Światowe notowania mocznika spadły o 3% q/q i 17% r/r, saletry o 7% q/q (+1,3% r/r), a saletrzaku o 9% q/q (+5% r/r). Teoretyczne marże były wyższe dzięki niższym kosztom gazu (taryfa PGNiG -6% q/q, -16% r/r). Najwięcej poprawiły się one na saletrzaku i siarczanie amonu, co dobrze wróży wynikom samego Tarnowa. Również w tworzywach sytuacja była lepsza w poliamidach (Tarnów) niż w półprodukcie kaprolaktamie (Puławy), gdzie wciąż ciąży nadpodaż produktu z Chin. Reasumując, oczekujemy ok. 152 mln PLN skonsolidowanej EBITDA (+20% r/r) przy niecałych 2,2 mld PLN przychodów ze sprzedaży (-5% r/r). W podziale na poszczególne spółki największą dynamiką wzrostu pochwalać się Police (42 mln PLN vs 28 mln PLN rok temu) i Tarnów (17 mln PLN vs 9 mln PLN 3Q'14). Ok 58 mln PLN EBITDA oczekujemy w Puławach (40,5 mln PLN przed rokiem). Z dużych spółek jedynie ZAK zanotuje spadek (28 mln PLN EBITDA vs 31 mln PLN w 3Q'14).

Prognozy wyników na 3Q'2015

	3Q'14	3Q'15P	zmiana r/r	1-3Q'14	1-3Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r
Przychody	2 268,9	2 153,4	-5,1%	7 342,1	7 273,1	-0,9%	9 898,5	9 568,3	-3,3%
Wynik brutto na sprzedaży	328,1	391,3	19,3%	1 236,1	1 595,6	29,1%	1 666,9	2 067,7	24,0%
EBITDA	126,3	152,2	20,5%	690,6	929,8	34,6%	822,4	1 107,5	34,7%
EBIT	1,2	32,8	2676,0%	286,6	567,9	98,2%	342,2	626,3	83,0%
Zysk brutto	-1,7	40,7	-2545,9%	282,5	573,5	103,0%	383,5	639,4	66,7%
Zysk netto	4,5	23,5	424,4%	213,3	426,3	99,8%	271,4	469,6	73,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,5%	18,2%		16,8%	21,9%		16,8%	21,6%	
Marża EBITDA	5,6%	7,1%		9,4%	12,8%		8,3%	11,6%	
Marża EBIT	0,1%	1,5%		3,9%	7,8%		3,5%	6,5%	
Marża zysku netto	0,2%	1,1%		2,9%	5,9%		2,7%	4,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



W 3Q'15 oczekujemy poprawy wyników finansowych głównie dzięki niższym kosztom gazu, ale dynamika ich poprawy będzie niższa niż w 1H'15. Ryzykiem są wyniki ZAK (słaba sytuacja OXO, wydłużony postój remontowy) i segmentu tworzywowego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. LS- przychody, PS- marża EBITDA adj.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

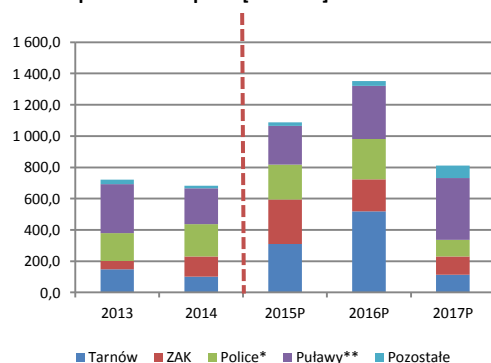
Główny program inwestycyjny w spółce jest realizowany w latach 2015-2016 i są to inwestycje w większości obligatoryjne, dostosowujące instalacje do ostrzejszych wymagań środowiskowych (dyrektywa IED). Instalacje odsiarczania i odazotowania realizowane są w Policach i Tarnowie. W ZAK powstaje nowa elektrociepłownia węglowa (I etap koniec 4Q'16, II etap koniec 4Q'19). W 2015 roku CAPEX ma wynieść ok. 1,1 mld PLN wobec 682 mln PLN w 2014 roku i blisko 400 mln PLN po 1H'15. Relatywnie najbardziej obciążony inwestycjami będzie Tarnów (poliamid 6- 320 mln PLN) i Kędzierzyn (nowa EC 25 MWe- 375 mln PLN- jeden etap). Duży program realizują też Police (programy środowiskowe). Puławy po silnym okresie inwestycyjnym 2011-2013 w latach 2014-2015 wydatkowały relatywnie mniej pieniędzy. Od 2016 roku rusza duży program obejmujący m.in. granulację mechaniczną (385 mln PLN), nowy kwas azotowy (695 mln PLN) i nową elektrociepłownię gazową (1,125 mln PLN).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	RAZEM
intensyfikacja zdolności prod. amoniaku	ATT	45			22	22						45
IOS	ATT	45			23	23						45
Instalacja odazotowania	ATT	45			22	22						45
Turbozespół w EC	ATT	63		8	27	27						63
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	320		2	64	254						320
Granulacja mechaniczna II	ATT	141		6	42	93						141
Pozostałe Tarnów	ATT		148	84	110	77	115	115	116	117	118	1 001
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	ZAP	138	47	39								87
Budowa stokażu amoniaku 15k	ZAP	109	47	20								67
Instalacja ATS (tiosiarczan amonu)	ZAP	120			60	60						120
EC 400MWe*	ZAP	1 125					113	563	450			1 125
Kwas azotowy	ZAP	695				25	115	200	135	115	105	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385			50	75	120	45	95			385
Pozostałe Puławy	ZAP		219	170	138	180	159	100	100	100	100	1 266
Uruchomienie ciągłej produkcji Oxoplast OT	ZAK	42	2	29	12							42
Instalacja RSM+ baza logistyczna	ZAK	30			30							30
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap I)	ZAK	375	4	61	155	155						375
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap II)	ZAK	375					66	155	155			375
Pozostałe ZAK	ZAK		47	39	89	50	116	205	205	84	84	917
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	164	50	60	27	27						164
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	156			39	94						156
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	PCE	67			20	47						67
PDH*	PCE	1 675			7	165	330	495	660	0	0	1 657
Pozostałe Police	PCE		128	125	135	91	107	96	96	97	98	973
instalacja pastylkowania siarki	Siar.	25	10	7	8							25
otwory eksploatacyjne siarki	Siar.	25	3	5	4	4	4	4				25
wykup działek pod eksploatację	Siar.	18			1	16						18
Pozostałe Siarkopol	Siar.		16	3	10	10	10	10	15	15	15	105
RAZEM		6 180	721	682	1 095	1 517	1 254	1 987	2 027	528	520	10 331
RAZEM (bez PDH, EC400)*		3 380	721	682	1 089	1 352	812	930	917	528	520	7 549

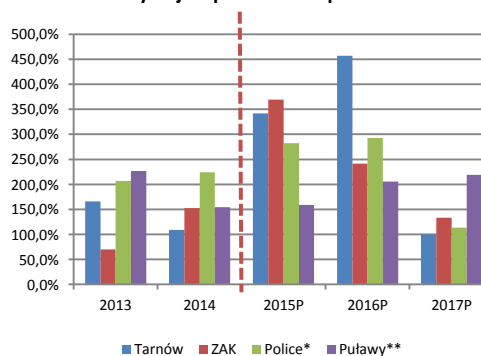
Źródło: BDM S.A., Spółki. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF.

CAPEX w podziale na spółki [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., Spółki. *- bez uwzględniania PDH. **- bez uwzględniania EC400

CAPEX do amortyzacji w podziale na spółki



Źródło: BDM S.A., Spółki. *- bez uwzględniania PDH. **- bez uwzględniania EC400

Potencjalne nowe inwestycje- zgazowanie węgla

Podczas prezentacji programu pomocowego dla śląskiego górnictwa (Śląsk 2.0) w czerwcu 2015 roku powrócił temat zgazowania węgla. Potencjalna wartość projektu, który miałyby zrealizować Grupa Azoty, to 1,8-4,2 mld PLN. W rządowym dokumencie rozważane są trzy warianty inwestycji: instalacja produkująca wodór (CAPEX ok. 1,8 mld PLN), instalacja produkująca metanol (CAPEX ok. 2,4 mld PLN) lub wdrożenie wariantu pierwszego i drugiego (4,2 mld PLN).

W październiku 2015 roku spółka potwierdziła swoje zaangażowanie, ale ostateczna decyzja ws inwestycji ma zostać podjęta w 1Q'16 (raport o inwestycji do końca 2015). Pojawiały się komunikaty, że prawdopodobnie będzie to wariant II (CAPEX 2,4 mld PLN). W finansowanie projektu ma być zaangażowany Tauron i KGHM. Instalacja ma zużywać ok. 1 mln ton węgla.

Temat zgazowania węgla nie jest nowy. Pierwszy list intencyjny ZA Puławy i KWK Bogdanka podpisały w czerwcu 2007. Kolejne próby podjęto w Kędzierzynie (list intencyjny w 2008 roku). Chodziło o rozważanie wspólnej budowy elektrowni poligeneracyjnej, opartej na zgazowaniu węgla. Oprócz emergii ciepła jej produktem byłby gaz syntezowy na potrzeby zakładów chemicznych w ilości wystarczającej np. na produkcję 0,5 mln ton metanolu rocznie. Propozycje miały wówczas sens biznesowy z uwagi na wysokie ceny gazu/amoniaku/metanolu przy niskich kosztach gazu. Ostatecznie projekt upadł. Otoczenie makro się pogorszyło, kluczowe relacje również (wzrost cen węgla, spadek gazu/amoniaku/), a spółka nie dostała dofinansowania z UE (liczono nawet na 50%).

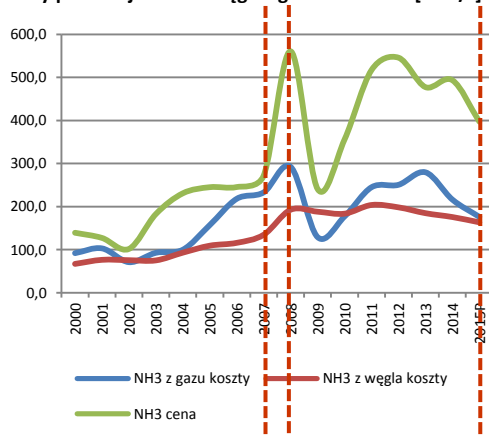
Obecnie warunki dla tego typu instalacji wydają się mniej korzystne niż w 2007-2008, kiedy po raz pierwszy decydowano się na projekt, który później upadł. Instalacja produkująca amoniak i metanol w procesie spalania węgla jest ok. 2 razy droższa niż odpowiednia z gazu. Przy obecnie niskich cenach gazu projekt nie ma również dużej przewagi jeśli chodzi o koszty operacyjne procesu. Dodatkowo spółka nie ma co liczyć na dofinansowanie z UE, bowiem polityka dekarbonizacji jest sprzeczna z proponowanym projektem (w 2008 roku liczono nawet na 50% dofinansowania- projekt upadł głównie wskutek jego braku).

06.2007- list intencyjny
Puławy-Bogdanka

10.2008-List intencyjny
ZAK-Tauron

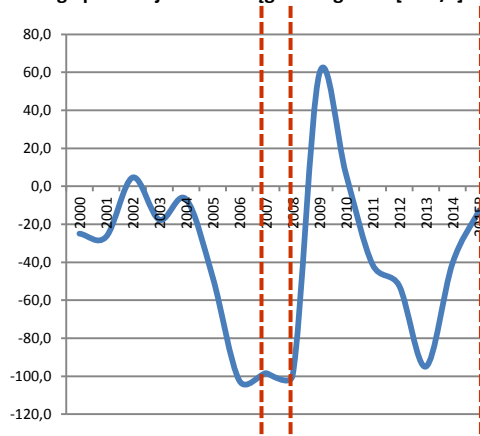
01.2016- decyzja o budowie:
GA, Tauron, KGHM

Koszty produkcji NH₃* z węgla i gazu na tle cen [USD/t]



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

Przewaga produkcji NH₃* z węgla nad gazem [USD/t]



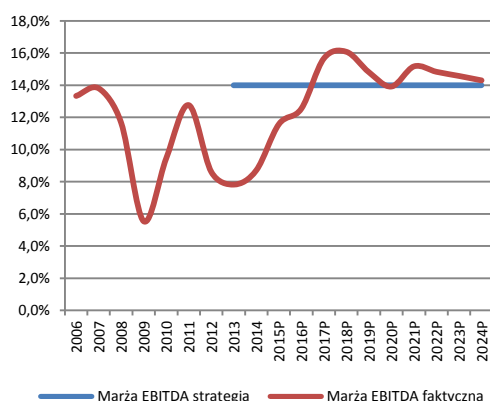
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-amoniak. Koszt produkcji amoniaku z węgla – koszt produkcji amoniaku z gazu.

REALIZACJA STRATEGII

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

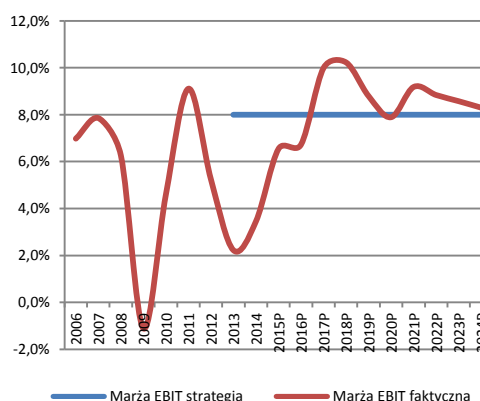
Zakładamy, że spółka już od 2017 roku zrealizuje cele rentowności (marża EBITDA/EBIT 14%/8%) dzięki głównie niskim cenom gazu i oddanym inwestycjom (PA6). Oczekujemy, że sprzyjające warunki rynkowe, program inwestycyjny i oszczędnościowy pozwolą na utrzymanie zakładanej rentowności w długim terminie. Zakładamy ok. 7 mld PLN nakładów inwestycyjnych do 2020 roku (z inwestycjami odtworzeniowymi ponad 9 mld PLN) i powrotu do polityki dywidendowej od 2016 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę na niskie zadłużenie spółki mimo mocnego programu inwestycyjnego, co daje dalsze możliwości rozwoju grupy także po stronie transakcji akwizycyjnych, o czym spółka wspominała w swojej strategii, a czego my nie zakładamy. Ryzykiem w tym przypadku jest obecność w akcjonariacie MSP i próby wykorzystania silnego bilansu grupy do projektów wątpliwych ekonomicznie.

Marża EBITDA



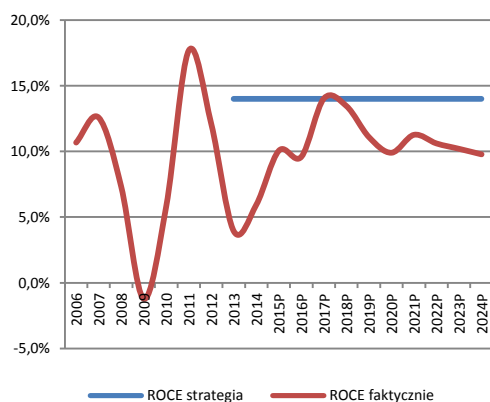
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

Marża EBIT



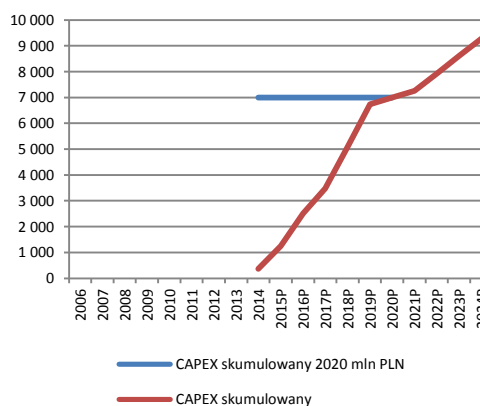
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

ROCE*



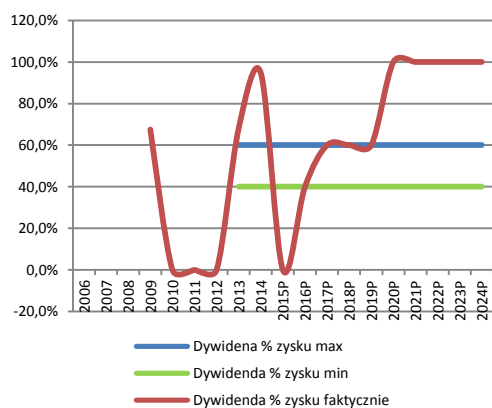
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *- oczyszczony EBIT/kapitał własny

CAPEX*



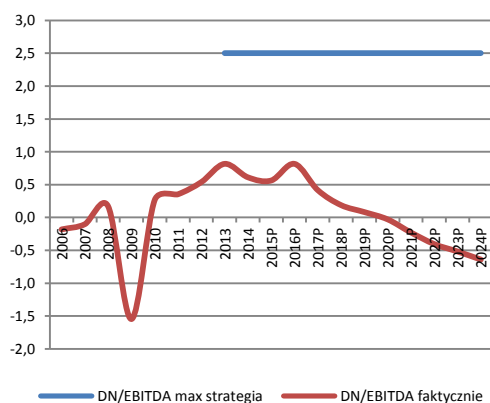
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *- bez nakładów odtworzeniowych (skumulowane 2020P ok. 2,4 mld PLN). Bez uwzględniania projektu zgazowania węgla.

Stopa wypłaty dywidendy



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

Dług netto/EBITDA



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016

Rok 2014 spółka zakończyła poniżej naszych oczekiwań z sierpnia'14 (-13% EBITDA oczek.). Rozczarował ZAT (pogorszenie otoczenia w tworzywach pod koniec 2014) i Siarkopol (wyższe koszty operacyjne, mniejszy wolumen). Pod koniec 2014 roku otoczenie biznesowe spółki uległo radykalnym zmianom. Staniała ropa naftowa, co pociągnęło za sobą przecenę tworzyw, a także nawozów. Trudniejsza sytuacja w tworzywach (poliamid, kaprolaktam) obciąży wyniki szczególnie w 2016 roku, ale zrekompensuje je tańszy gaz. W 2015 roku rozczarował ZAK, który miał przedłużony postój remontowy (2Q/3Q'15) i zmagał się z trudną sytuacją w biznesie OXO. Pozytywnie zaskakiwały Police i Puławy. W 2016 roku może rozczarować Tarnów i Puławy (trudna sytuacja w tworzywach).

Zmiana założeń na lata 2015-2016 [mln PLN]

	2014			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Faktyczne	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	9 407,1	9 898,5	5,2%	9 604,7	9 568,3	-0,4%	9 938,1	9 352,1	-5,9%
EBITDA	941,5	822,4	-12,6%	1 039,0	1 107,5	6,6%	1 319,2	1 173,1	-11,1%
EBIT	360,3	302,2	-16,1%	408,5	626,3	53,3%	646,7	629,3	-2,7%
Zysk netto	245,5	269,1	9,6%	243,8	469,6	92,6%	421,6	418,1	-0,8%
Marża EBITDA	10,0%	8,3%		10,8%	11,6%		13,3%	12,5%	
Marża EBIT	3,8%	3,1%		4,3%	6,5%		6,5%	6,7%	
Marża netto	2,6%	2,7%		2,5%	4,9%		4,2%	4,5%	
EBITDA	941,5	822,4	-12,6%	1 039,0	1 107,5	6,6%	1 319,2	1 173,1	-11,1%
GK ZAT	90,2	62,5	-30,7%	105,2	87,0	-17,3%	174,1	107,1	-38,5%
GK ZAK	199,5	174,0	-12,8%	245,8	193,5	-21,3%	293,3	267,8	-8,7%
GK Police	170,2	173,5	1,9%	242,3	258,4	6,7%	315,3	306,9	-2,7%
GK Puławy	420,2	393,9	-6,2%	393,3	515,5	31,1%	488,8	440,7	-9,8%
Siarkopol	50,6	26,0	-48,6%	52,4	64,0	22,2%	47,6	50,5	6,1%
Pszemka [USD/100bu]	583,8	588,3	0,8%	596,4	508,1	-14,8%	655,2	511,4	-21,9%
Ropa naftowa [USD/bbl]	108,6	99,5	-8,3%	106,6	54,7	-48,7%	103,1	53,5	-48,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 114,6	-7,6%	1 138,2	947,9	-16,7%
EUR/PLN	4,19	4,18	-0,1%	4,10	4,18	2,0%	4,00	4,30	7,5%
USD/PLN	3,09	3,15	2,1%	3,04	3,77	24,0%	2,96	3,90	31,9%
Mocznik [USD/t]	311,1	313,6	0,8%	320,0	272,3	-14,9%	340,0	260,0	-23,5%
Saletra amonowa [EUR/t]	325,3	313,7	-3,6%	340,6	315,2	-7,5%	361,9	294,8	-18,5%
Saletrzak [EUR/t]	259,4	246,6	-4,9%	273,5	245,1	-10,4%	290,6	230,1	-20,8%
NPK [USD/t]	352,2	344,1	-2,3%	400,0	326,3	-18,4%	400,0	330,0	-17,5%
DAP [USD/t]	483,2	473,5	-2,0%	500,0	456,6	-8,7%	520,0	440,0	-15,4%
Poliamid [EUR/t]	2 064,6	2 020,8	-2,1%	2 075,0	1 675,4	-19,3%	2 075,0	1 664,0	-19,8%
Kaprolaktam [EUR/t]	1 925,8	1 902,1	-1,2%	1 933,3	1 600,8	-17,2%	1 933,3	1 600,0	-17,2%
Alkohol 2EH [EUR/t]	1 449,7	1 389,5	-4,2%	1 460,7	1 157,9	-20,7%	1 412,6	1 226,7	-13,2%
Melamina [EUR/t]	1 371,8	1 331,2	-3,0%	1 400,0	1 347,8	-3,7%	1 400,0	1 353,0	-3,4%
Biel tytanowa [EUR/t]	2 350,0	2 348,3	-0,1%	2 400,0	2 174,2	-9,4%	2 500,0	2 105,0	-15,8%
Fosforyty [USD/t]	131,4	123,0	-6,4%	151,5	127,6	-15,8%	152,9	129,4	-15,4%
Sól potasowa [USD/t]	323,0	291,5	-9,8%	400,0	302,4	-24,4%	400,0	330,0	-17,5%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 08.08.2014

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024

Główne założenia kwartalne

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	494,3
Pszenica [USD/t]	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	181,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	48,8
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Gaz Zeebrugge [USD/MMBTU]	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	6,3
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	360,9	328,6	295,8	272,6	323,8	317,3	294,2	319,7	346,7	319,0	297,9	297,2
Saletrzak [EUR/t]	259,9	244,3	220,3	216,3	252,9	254,8	230,7	248,0	266,8	249,1	232,5	232,0
Siarczan amonu [USD/t]	185,2	152,1	123,7	132,0	143,2	123,6	143,7	143,9	151,3	147,2	139,4	125,8
Mocznik [USD/t]	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	260,0
RSM [USD/t]	233,0	207,3	172,9	163,1	199,7	175,0	171,3	185,3	221,7	178,7	164,0	163,6
NPK [USD/t]	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	330,0
DAP [USD/t]	502,1	492,7	447,1	385,7	478,0	454,7	496,0	465,3	478,3	453,0	455,0	440,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 946,5	1 947,0	1 927,4	1 851,5	1 903,3	1 933,3	1 952,7	1 819,2	1 531,7	1 736,7	1 634,7	1 500,0
Poliamid [EUR/t]	2 147,5	2 160,0	2 145,3	2 026,0	2 033,3	2 075,0	2 075,0	1 900,0	1 616,7	1 800,0	1 725,0	1 560,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 603,0	1 567,7	1 546,0	1 541,3	1 525,0	1 525,0	1 521,3	1 478,3	1 380,3	1 413,7	1 400,7	1 357,5
2EH [EUR/t]	1 488,0	1 444,7	1 436,7	1 415,7	1 410,3	1 388,3	1 385,0	1 374,3	1 140,3	1 200,3	1 163,3	1 127,5
Melamina [EUR/t]	1 431,7	1 455,0	1 386,7	1 357,0	1 353,0	1 334,3	1 304,2	1 333,3	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 353,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 516,7	2 425,0	2 425,0	2 400,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 343,3	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 105,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7
Fosfority [USD/t]	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,4
Sól potasowa [USD/t]	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	300,0
Siarka* [USD/t]	175,0	178,0	149,0	116,2	140,0	167,0	167,0	167,0	167,0	163,7	162,0	150,0
Benzen [USD/t]	1 082,3	1 023,7	969,1	917,6	1 013,0	1 009,9	1 062,8	895,2	544,6	725,3	695,8	674,4
Węgiel [PLN/t]	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	948,9	828,5	705,2	589,3	807,4	774,7	681,1	799,6	928,0	802,7	775,4	801,7
Saletrzak	203,5	144,5	59,2	28,3	188,1	190,8	92,6	175,1	282,1	220,7	222,3	249,6
Siarczan amonu	137,5	173,1	83,7	86,8	101,8	9,4	68,5	9,6	182,1	181,6	160,9	100,3
Mocznik	504,3	369,9	227,2	209,7	298,4	185,3	294,6	342,6	400,9	362,0	387,0	412,1
RSM	503,2	406,7	271,0	218,8	375,0	269,0	255,2	320,7	487,6	309,0	289,9	306,7
NPK	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	527,2
DAP	634,7	620,0	504,7	461,3	699,1	622,2	782,0	744,9	902,5	808,1	848,0	821,6
Kaprolaktam	3 588,8	3 876,5	4 069,6	3 906,7	3 724,3	3 847,3	3 715,6	3 893,1	4 138,2	4 133,0	3 931,7	3 514,8
Poliamid	4 423,3	4 770,6	4 995,0	4 636,7	4 268,1	4 437,6	4 226,4	4 233,6	4 494,6	4 391,8	4 309,6	3 770,2
Alkohole (2EH)	1 699,7	1 756,3	1 610,8	1 471,1	1 178,2	1 058,3	1 334,8	1 620,7	1 443,6	667,4	1 313,4	1 294,2
Plastyfikatory (Oxo C)	578,7	596,8	818,9	980,3	1 229,3	1 593,0	1 401,6	1 487,0	2 627,2	2 556,7	3 055,4	3 010,6
Melamina	3 809,0	3 947,3	3 748,6	3 535,0	3 537,0	3 432,8	3 318,8	3 495,3	3 575,1	3 550,2	3 830,3	3 957,0
Biel tytanowa	4 680,4	5 742,7	6 539,9	7 041,8	7 264,8	7 275,2	7 347,4	7 399,4	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 381,2

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'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Przychody	2 589,3	2 476,9	2 141,1	2 613,7	2 702,8	2 144,3	2 100,6	2 384,8	2 639,3	2 088,5	2 153,4	2 295,2
Nawozy	1 546,1	1 441,0	1 258,8	1 319,2	1 592,6	1 212,7	1 163,0	1 483,1	1 733,0	1 202,8	1 336,9	1 479,9
wieloskładnikowe	422,2	484,8	350,2	331,1	382,0	372,0	362,0	402,0	516,4	451,0	501,6	492,6
saletrzane	488,0	469,0	386,0	512,2	704,6	479,4	534,2	654,5	745,3	402,6	497,2	615,3
mocznik	203,0	212,0	137,0	218,3	278,8	210,0	97,8	269,5	274,1	204,2	167,5	225,5
siarczan amonu	61,6	39,6	36,0	43,5	41,0	35,0	61,1	54,6	47,0	43,0	67,1	55,0
RSM	137,0	222,0	136,0	105,3	106,1	116,3	107,8	102,6	150,1	102,1	103,5	91,5
Tworzywa	373,3	381,9	356,6	354,8	375,0	357,2	381,6	345,4	331,0	340,2	298,9	282,4
Poliamidy	205,0	207,0	182,0	198,6	227,8	222,9	229,8	201,8	207,9	215,0	191,6	167,4
Kapolaktam	149,0	142,0	134,0	139,9	149,9	134,4	151,9	143,7	123,1	125,2	107,3	115,0
Chemia	500,6	592,8	435,8	856,1	650,8	560,0	542,8	539,6	555,6	531,3	504,4	516,3
Alkohole	224,2	259,8	230,1	160,3	248,8	201,8	223,1	211,6	184,7	141,1	169,2	175,4
Plastyfikatory	55,3	49,9	50,0	29,7	45,8	38,7	32,0	35,8	54,2	49,0	29,6	33,2
Melamina	91,0	117,0	103,0	103,4	88,4	101,0	85,0	99,0	96,0	99,0	104,8	119,7
Mocznik techniczny	119,0	135,0	68,0	51,5	69,6	60,0	62,0	61,0	65,0	76,0	61,7	58,8
Pigmenty	88,2	92,6	85,0	61,8	80,2	86,0	76,3	57,2	76,1	79,6	72,4	54,1
Udział %												
Nawozy	59,7%	58,2%	58,8%	50,5%	58,9%	56,6%	55,4%	62,2%	65,7%	57,6%	62,1%	64,5%
wieloskładnikowe	16,3%	19,6%	16,4%	12,7%	14,1%	17,3%	17,2%	16,9%	19,6%	21,6%	23,3%	21,5%
saletrzane	18,8%	18,9%	18,0%	19,6%	26,1%	22,4%	25,4%	27,4%	28,2%	19,3%	23,1%	26,8%
mocznik	7,8%	8,6%	6,4%	8,4%	10,3%	9,8%	4,7%	11,3%	10,4%	9,8%	7,8%	9,8%
siarczan amonu	2,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,5%	1,6%	2,9%	2,3%	1,8%	2,1%	3,1%	2,4%
RSM	5,3%	9,0%	6,4%	4,0%	3,9%	5,4%	5,1%	4,3%	5,7%	4,9%	4,8%	4,0%
Tworzywa	14,4%	15,4%	16,7%	13,6%	13,9%	16,7%	18,2%	14,5%	12,5%	16,3%	13,9%	12,3%
Poliamidy	7,9%	8,4%	8,5%	7,6%	8,4%	10,4%	10,9%	8,5%	7,9%	10,3%	8,9%	7,3%
Kapolaktam	5,8%	5,7%	6,3%	5,4%	5,5%	6,3%	7,2%	6,0%	4,7%	6,0%	5,0%	5,0%
Chemia	19,3%	23,9%	20,4%	32,8%	24,1%	26,1%	25,8%	22,6%	21,1%	25,4%	23,4%	22,5%
Alkohole	8,7%	10,5%	10,7%	6,1%	9,2%	9,4%	10,6%	8,9%	7,0%	6,8%	7,9%	7,6%
Plastyfikatory	2,1%	2,0%	2,3%	1,1%	1,7%	1,8%	1,5%	1,5%	2,1%	2,3%	1,4%	1,4%
Melamina	3,5%	4,7%	4,8%	4,0%	3,3%	4,7%	4,0%	4,2%	3,6%	4,7%	4,9%	5,2%
Mocznik techniczny	4,6%	5,5%	3,2%	2,0%	2,6%	2,8%	3,0%	2,6%	2,5%	3,6%	2,9%	2,6%
Pigmenty	3,4%	3,7%	4,0%	2,4%	3,0%	4,0%	3,6%	2,4%	2,9%	3,8%	3,4%	2,4%
Przychody	2 589,3	2 476,9	2 141,1	2 613,7	2 702,8	2 144,3	2 100,6	2 384,8	2 639,3	2 088,5	2 153,4	2 295,2
GK ZAT	546,8	420,0	448,5	430,9	503,1	409,8	464,4	470,0	500,4	370,4	397,2	381,5
GK ZAK	545,0	530,0	474,0	527,0	572,0	471,0	491,0	522,0	543,0	397,0	401,2	435,9
GK Police	725,4	728,4	510,4	500,1	631,5	617,2	505,0	658,8	746,1	693,7	668,3	666,4
GK Puławy	936,6	930,2	839,8	922,8	983,4	847,5	846,2	987,4	1 070,4	827,8	755,3	825,4
Siarkopol	0,0	0,0	0,0	20,2	61,9	76,3	65,7	78,9	90,1	90,9	76,2	81,8
EBITDA*	355,7	283,1	111,3	18,4	325,1	239,2	126,3	131,8	484,6	293,0	152,2	177,8
GK ZAT	53,4	9,1	3,3	-53,6	40,5	8,3	8,9	4,8	52,8	17,5	17,0	-0,3
GK ZAK	70,0	63,0	21,0	20,0	69,0	54,0	31,0	20,0	93,0	27,0	28,2	45,4
GK Police	61,3	52,8	24,2	-36,5	50,7	51,7	27,9	43,2	94,5	83,1	41,6	39,2
GK Puławy	185,0	147,7	54,8	57,5	148,7	118,3	40,5	86,4	227,5	144,3	58,2	85,5
Siarkopol	0,0	0,0	0,0	-2,6	-0,1	8,2	6,0	11,8	18,6	18,1	13,2	14,1
Marża EBITDA	13,7%	11,4%	5,2%	0,7%	12,0%	11,2%	6,0%	5,5%	18,4%	14,0%	7,1%	7,7%
GK ZAT	9,8%	2,2%	0,7%	-12,4%	8,0%	2,0%	1,9%	1,0%	10,5%	4,7%	4,3%	-0,1%
GK ZAK	12,8%	11,9%	4,4%	3,8%	12,1%	11,5%	6,3%	3,8%	17,1%	6,8%	7,0%	10,4%
GK Police	8,5%	7,2%	4,7%	-7,3%	8,0%	8,4%	5,5%	6,6%	12,7%	12,0%	6,2%	5,9%
GK Puławy	19,8%	15,9%	6,5%	6,2%	15,1%	14,0%	4,8%	8,8%	21,3%	17,4%	7,7%	10,4%
Siarkopol				-12,9%	-0,1%	10,8%	9,2%	15,0%	20,7%	19,9%	17,3%	17,2%
Produkcja NH3	614,2	536,4	488,3	555,0	620,3	558,0	524,3	559,2	644,5	546,2	525,6	561,2
Produkcja PA6 i POM	25,9	26,1	23,1	23,4	26,8	25,8	26,5	25,2	30,7	29,2	26,5	25,2
Produkcja kaprolaktamu	24,0	23,5	21,3	20,6	24,9	22,7	23,6	23,0	27,1	25,7	23,6	23,0
Produkcja alkoholi	40,7	46,9	41,8	29,5	46,0	38,1	41,3	39,6	43,6	33,3	37,4	39,6
Produkcja plastyfikatorów	8,3	7,6	7,6	4,6	7,2	6,1	5,0	5,7	9,4	8,5	5,0	5,7

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	684,8	588,3	508,1	511,4	538,0	548,9	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Pszenica [USD/t]	251,6	216,2	186,7	187,9	197,7	201,7	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	108,7	99,5	54,7	53,5	58,2	61,0	62,8	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	3,7	4,3	2,7	2,8	3,0	3,1	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz Zeebrugge [USD/MMBTU]	10,5	8,1	6,6	6,1	6,2	6,3	6,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	11,2	11,2	8,4	6,9	6,6	7,0	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	314,5	313,7	315,2	294,8	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9
Saletrzak [EUR/t]	235,2	246,6	245,1	230,1	241,8	241,8	241,8	241,8	241,8	241,8	241,8	241,8
Siarczan amonu [USD/t]	148,2	138,6	140,9	135,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2
Mocznik [USD/t]	329,6	313,6	272,3	260,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
RSM [USD/t]	194,1	182,8	182,0	162,3	170,6	169,1	167,6	167,6	167,6	167,6	167,6	167,6
NPK [USD/t]	378,3	344,1	326,3	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	456,9	473,5	456,6	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 918,1	1 902,1	1 600,8	1 600,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0
Poliamid [EUR/t]	2 119,7	2 020,8	1 675,4	1 664,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0	1 768,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 564,5	1 512,4	1 388,1	1 477,0	1 567,7	1 567,7	1 567,7	1 567,7	1 567,7	1 567,7	1 567,7	1 567,7
2EH [EUR/t]	1 446,3	1 389,5	1 157,9	1 226,7	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1
Melamina [EUR/t]	1 407,6	1 331,2	1 347,8	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 441,7	2 348,3	2 174,2	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 252,4	1 243,7	1 114,6	947,9	892,8	933,1	940,0	956,3	966,4	965,6	964,7	964,7
Fosforyty [USD/t]	148,0	123,0	127,6	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4
Sól potasowa [USD/t]	379,3	291,5	302,4	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka* [USD/t]	154,5	160,3	160,7	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Benzen [USD/t]	998,2	995,2	660,0	733,7	778,8	799,5	806,7	821,7	821,7	821,7	821,7	821,7
Węgiel [PLN/t]	267,3	253,9	246,3	246,3	251,2	256,3	261,4	266,6	272,0	277,4	282,9	288,6
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	232,5	237,2	241,9	246,8	251,7	256,7	261,9	267,1	272,4	277,9
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	768,0	765,7	827,0	777,7	923,7	947,9	930,1	927,2	920,0	915,5	915,9	916,3
Saletrzak	108,9	161,7	243,7	326,3	421,4	393,2	388,5	377,0	369,9	370,5	371,1	371,1
Siarczan amonu	120,3	47,3	156,2	137,5	181,0	177,2	173,6	173,6	173,6	173,6	173,6	173,6
Mocznik	327,8	280,2	390,5	379,7	532,8	541,9	497,6	493,7	484,4	478,6	479,1	479,6
RSM	349,9	305,0	348,3	347,5	407,8	386,3	377,4	371,3	367,6	367,9	368,2	368,2
NPK	406,6	383,8	478,3	518,5	516,5	494,1	478,9	475,6	473,6	473,8	473,9	473,9
DAP	555,2	712,1	845,0	847,4	840,2	809,8	787,7	784,1	781,9	782,0	782,2	782,2
Kaprolaktam	3 860,4	3 795,1	3 933,1	3 726,1	3 986,0	3 896,2	3 865,1	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3
Poliamid	4 706,4	4 291,4	4 245,2	3 726,1	3 986,0	3 896,2	3 865,1	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3
Alkohole (2EH)	1 446,3	1 389,5	1 157,9	1 226,7	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1	1 302,1
Plastyfikatory (Oxo C)	743,7	1 427,7	2 812,5	3 309,5	3 533,8	3 447,2	3 417,2	3 354,7	3 354,7	3 354,7	3 354,7	3 354,7
Melamina	3 760,0	3 446,0	3 729,0	4 198,8	4 327,6	4 258,6	4 247,0	4 219,0	4 201,7	4 203,2	4 204,6	4 204,6
Biel tytanowa	6 001,2	7 321,7	6 509,2	6 468,4	6 569,7	6 622,3	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	9 821	9 332	9 114	9 200	9 831	9 921	9 950	10 032	10 115	10 115	10 115	10 115
Nawozy	5 565	5 451	5 748	5 776	6 101	6 152	6 179	6 262	6 344	6 344	6 344	6 344
wieloskładnikowe	1 588	1 518	1 962	2 022	2 071	2 112	2 152	2 234	2 316	2 316	2 316	2 316
saletrzone	1 855	2 373	2 273	2 204	2 330	2 332	2 312	2 312	2 312	2 312	2 312	2 312
mocznik	770	856	837	905	975	972	952	952	952	952	952	952
siarczan amonu	181	192	233	233	272	264	258	258	258	258	258	258
RSM	600	433	444	411	439	440	440	440	440	440	440	440
Tworzywa	1 467	1 459	1 157	1 198	1 401	1 439	1 439	1 439	1 439	1 439	1 439	1 439
Poliamidy	793	882	679	702	1 045	1 339	1 339	1 339	1 339	1 339	1 339	1 339
Kaprolaktam	565	580	478	496	356	100	100	100	100	100	100	100
Chemia	2 385	2 293	2 146	2 162	2 265	2 266	2 267	2 267	2 267	2 267	2 267	2 267
Alkohole	874	885	671	775	827	827	827	827	827	827	827	827
Plastyfikatory	185	152	166	182	194	194	194	194	194	194	194	194
Melamina	414	373	457	481	494	503	513	513	513	513	513	513
Mocznik techniczny	374	253	262	259	274	268	263	263	263	263	263	263
Pigmenty	328	300	282	317	319	319	319	319	319	319	319	319
Udział %	95,9%	98,6%	99,3%	99,3%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%
Nawozy	56,7%	58,4%	63,1%	62,8%	62,1%	62,0%	62,1%	62,4%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%
wieloskładnikowe	16,2%	16,3%	21,5%	22,0%	21,1%	21,3%	21,6%	22,3%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%
saletrzone	18,9%	25,4%	24,9%	24,0%	23,7%	23,5%	23,2%	23,0%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%
mocznik	7,8%	9,2%	9,2%	9,8%	9,9%	9,8%	9,6%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
siarczan amonu	1,8%	2,1%	2,6%	2,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
RSM	6,1%	4,6%	4,9%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Tworzywa	14,9%	15,6%	12,7%	13,0%	14,3%	14,5%	14,5%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Poliamidy	8,1%	9,5%	7,4%	7,6%	10,6%	13,5%	13,5%	13,3%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Kaprolaktam	5,8%	6,2%	5,2%	5,4%	3,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Chemia	24,3%	24,6%	23,5%	23,5%	23,0%	22,8%	22,8%	22,6%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%
Alkohole	8,9%	9,5%	7,4%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Plastyfikatory	1,9%	1,6%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Melamina	4,2%	4,0%	5,0%	5,2%	5,0%	5,1%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Mocznik techniczny	3,8%	2,7%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Pigmenty	3,3%	3,2%	3,1%	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Przychody	9 821	9 898	9 568	9 352	9 980	10 068	10 093	10 176	10 258	10 258	10 258	10 258
GK ZAT	1 846	1 847	1 650	1 445	1 787	2 111	2 108	2 108	2 108	2 108	2 108	2 108
GK ZAK	2 076	2 056	1 777	1 831	1 945	1 944	1 939	1 939	1 939	1 939	1 939	1 939
GK Police	2 464	2 412	2 775	2 889	3 002	3 025	3 047	3 124	3 201	3 201	3 201	3 201
GK Puławy	3 629	3 664	3 479	3 353	3 602	3 590	3 591	3 591	3 591	3 591	3 591	3 591
Siarkopol	20	283	339	328	322	315	309	309	309	309	309	309
EBITDA*	768	822	1 108	1 173	1 563	1 618	1 494	1 416	1 556	1 521	1 495	1 467
GK ZAT	12	63	87	107	214	292	274	246	262	254	247	238
GK ZAK	174	174	194	268	326	314	294	277	289	288	289	290
GK Police	102	173	258	307	382	365	334	327	352	346	340	333
GK Puławy	445	394	515	441	595	607	556	531	619	600	587	575
Siarkopol	-3	26	64	51	46	41	36	35	34	33	32	31
Marża EBITDA	7,8%	8,3%	11,6%	12,5%	15,7%	16,1%	14,8%	13,9%	15,2%	14,8%	14,6%	14,3%
GK ZAT	0,7%	3,4%	5,3%	7,4%	12,0%	13,8%	13,0%	11,7%	12,4%	12,1%	11,7%	11,3%
GK ZAK	8,4%	8,5%	10,9%	14,6%	16,8%	16,1%	15,1%	14,3%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
GK Police	4,1%	7,2%	9,3%	10,6%	12,7%	12,1%	11,0%	10,5%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%
GK Puławy	12,3%	10,8%	14,8%	13,1%	16,5%	16,9%	15,5%	14,8%	17,2%	16,7%	16,4%	16,0%
Siarkopol	-12,9%	9,2%	18,9%	15,4%	14,3%	12,9%	11,6%	11,3%	11,0%	10,6%	10,3%	10,0%
Produkcja NH3	2 259,5	2 268,1	2 282,0	2 318,5	2 395,4	2 396,2	2 397,3	2 397,3	2 360,9	2 360,9	2 360,9	2 360,9
wykorzystanie mocy	100%	101%	101%	103%	104%	104%	104%	104%	102%	102%	102%	102%
Produkcja PA6 i POM	98,5	104,3	96,9	102,0	142,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0
wykorzystanie mocy	97%	102%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja kaprolaktamu	89,3	94,1	96,9	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
wykorzystanie mocy	88%	92%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja alkoholi	158,8	164,9	153,9	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	98%	102%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja plastyfikatorów	28,1	24,0	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6
wykorzystanie mocy	40%	34%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%

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]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	6 635,6	6 781,2	7 356,0	8 119,1	8 382,2	8 659,1	8 901,9	8 915,8	8 928,3	8 936,3	8 940,2	8 940,2
Wartości niematerialne i prawne	527,7	523,0	512,9	502,8	497,1	492,5	488,6	485,5	483,2	481,2	479,4	477,8
Rzeczowe aktywa trwałe	5 791,0	5 966,3	6 551,2	7 324,4	7 593,2	7 874,7	8 121,4	8 138,4	8 153,2	8 163,2	8 168,9	8 170,5
Aktywa obrotowe	3 326,0	3 167,1	3 143,3	2 800,4	2 972,8	3 081,0	3 006,8	2 948,9	3 168,8	3 428,7	3 587,1	3 752,1
Zapasy	1 170,6	1 347,8	1 340,6	1 309,9	1 394,8	1 405,9	1 408,7	1 419,9	1 431,1	1 431,1	1 431,1	1 431,1
Należności krótkoterminowe	1 313,7	1 168,1	1 209,2	1 181,4	1 257,2	1 266,9	1 269,2	1 279,2	1 289,3	1 289,3	1 289,3	1 289,3
Investycje krótkoterminowe	819,8	627,1	569,4	285,0	296,7	384,1	304,7	225,6	424,3	684,2	842,6	1 007,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	713,0	558,6	500,9	216,5	228,2	315,6	236,3	157,2	355,8	615,7	774,1	939,1
Aktywa razem	9 961,5	9 948,3	10 499,3	10 919,5	11 354,9	11 740,2	11 908,6	11 864,7	12 097,1	12 365,0	12 527,3	12 692,3
Kapitał (fundusz) własny	5 561,5	5 759,0	6 228,6	6 562,6	7 110,0	7 654,7	8 001,7	8 113,1	8 364,0	8 548,5	8 625,4	8 707,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	496,0	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	2 418,3	2 418,3	2 649,6	3 034,0	3 297,2	3 800,9	4 246,5	4 417,7	4 557,7	4 762,0	4 858,7	4 957,4
Zysk zatrzymane/ niepokryte straty	2 654,5	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0	2 612,0
Zysk (strata) netto okresu	676,9	231,4	469,6	419,2	703,4	744,4	645,8	586,0	696,9	677,1	657,3	640,8
Udziały mniejszości	709,2	729,1	803,6	871,7	964,3	1 052,5	1 130,7	1 206,4	1 292,5	1 375,9	1 461,3	1 544,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 690,9	3 460,2	3 467,1	3 485,2	3 280,7	3 032,9	2 776,3	2 545,1	2 440,6	2 440,6	2 440,6	2 440,6
Rezerwy na zobowiązania	916,5	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1	899,1
Zobowiązania długoterminowe	743,9	538,6	532,5	532,5	437,5	327,5	217,5	107,5	41,5	41,5	41,5	41,5
-oprocentowane	683,1	588,6	633,5	683,5	483,5	333,5	183,5	50,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	2 004,5	2 020,1	2 033,2	2 051,4	1 941,7	1 803,9	1 657,3	1 536,1	1 497,5	1 497,5	1 497,5	1 497,5
-oprocentowane	683,1	588,6	633,5	683,5	483,5	333,5	183,5	50,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	9 961,5	9 948,3	10 499,3	10 919,5	11 354,9	11 740,2	11 908,6	11 864,7	12 097,1	12 365,0	12 527,3	12 692,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	9 821,0	9 898,5	9 568,3	9 352,1	9 980,4	10 067,5	10 093,4	10 175,7	10 258,1	10 258,1	10 258,1	10 258,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	8 436,7	8 231,6	7 500,6	7 194,6	7 370,5	7 374,7	7 513,6	7 643,6	7 698,5	7 708,2	7 708,7	7 710,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 384,3	1 666,9	2 067,7	2 157,5	2 610,0	2 692,9	2 579,8	2 532,2	2 559,6	2 549,8	2 549,3	2 548,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 154,1	1 321,1	1 396,5	1 416,5	1 493,5	1 538,7	1 562,4	1 589,7	1 617,7	1 643,3	1 669,7	1 696,8
Zysk (strata) na sprzedaży	230,2	345,8	671,2	741,0	1 116,5	1 154,2	1 017,3	942,5	941,9	906,5	879,6	851,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	472,5	-43,6	-44,8	-111,7	-119,1	-124,6	-130,1	-139,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1 252,8	822,4	1 107,5	1 173,1	1 563,4	1 618,3	1 494,3	1 416,1	1 556,0	1 521,4	1 494,9	1 466,7
EBIT	702,6	302,2	626,3	629,3	997,3	1 029,6	887,3	803,1	941,9	906,5	879,6	851,2
Saldo działalności finansowej	17,5	-12,6	0,1	-40,5	-28,3	-15,3	-7,3	0,1	10,7	18,5	23,2	28,2
Zysk (strata) brutto	732,5	303,5	639,4	601,6	982,6	1 028,0	893,8	817,0	966,6	939,0	916,8	893,4
Zyski (straty) mniejszości	33,9	33,7	74,5	68,1	92,6	88,3	78,2	75,7	86,0	83,5	85,4	82,9
Zysk (strata) netto	679,6	269,1	469,6	419,2	703,4	744,4	645,8	586,0	696,9	677,1	657,3	640,8

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	990,5	819,8	1 021,6	1 146,2	1 366,4	1 473,4	1 381,4	1 309,7	1 420,9	1 400,6	1 378,1	1 354,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-688,5	-648,1	-1 074,8	-1 348,4	-868,5	-901,5	-887,6	-666,6	-659,7	-648,0	-639,4	-630,5
Przepływy z działalności finansowej	168,7	-328,0	-4,5	-82,2	-486,1	-484,5	-573,2	-722,2	-562,5	-492,7	-580,3	-558,6
Przepływy pieniężne netto	470,6	-156,3	-57,7	-284,4	11,7	87,4	-79,4	-79,1	198,6	259,9	158,4	165,0
Środki pieniężne na początek okresu	244,2	713,0	558,6	500,9	216,5	228,2	315,6	236,3	157,2	355,8	615,7	774,1
Środki pieniężne na koniec okresu	713,0	558,6	500,9	216,5	228,2	315,6	236,3	157,2	355,8	615,7	774,1	939,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	0,8%	-3,3%	-2,3%	6,7%	0,9%	0,3%	0,8%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-34,4%	34,7%	5,9%	33,3%	3,5%	-7,7%	-5,2%	9,9%	-2,2%	-1,7%	-1,9%
EBIT zmiana r/r	-57,0%	107,2%	0,5%	58,5%	3,2%	-13,8%	-9,5%	17,3%	-3,8%	-3,0%	-3,2%
Zysk netto zmiana r/r	-60,4%	74,5%	-10,7%	67,8%	5,8%	-13,3%	-9,3%	18,9%	-2,9%	-2,9%	-2,5%
Marża brutto na sprzedaży	16,8%	21,6%	23,1%	26,2%	26,7%	25,6%	24,9%	25,0%	24,9%	24,9%	24,8%
Marża EBITDA	8,3%	11,6%	12,5%	15,7%	16,1%	14,8%	13,9%	15,2%	14,8%	14,6%	14,3%
Marża EBIT	3,1%	6,5%	6,7%	10,0%	10,2%	8,8%	7,9%	9,2%	8,8%	8,6%	8,3%
Marża brutto	3,1%	6,7%	6,4%	9,8%	10,2%	8,9%	8,0%	9,4%	9,2%	8,9%	8,7%
Marża netto	2,7%	4,9%	4,5%	7,0%	7,4%	6,4%	5,8%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%
COGS / przychody	83,2%	78,4%	76,9%	73,8%	73,3%	74,4%	75,1%	75,0%	75,1%	75,1%	75,2%
SG&A / przychody	13,3%	14,6%	15,1%	15,0%	15,3%	15,5%	15,6%	15,8%	16,0%	16,3%	16,5%
SG&A / COGS	16,0%	18,6%	19,7%	20,3%	20,9%	20,8%	20,8%	21,0%	21,3%	21,7%	22,0%
ROE	4,7%	7,5%	6,4%	9,9%	9,7%	8,1%	7,2%	8,3%	7,9%	7,6%	7,4%
ROA	2,7%	4,5%	3,8%	6,2%	6,3%	5,4%	4,9%	5,8%	5,5%	5,2%	5,0%
Dług	1 085,8	1 124,5	1 174,5	879,5	619,5	359,5	116,5	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	10,9%	10,7%	10,8%	7,7%	5,3%	3,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	12,3%	12,0%	12,1%	8,4%	5,6%	3,1%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,7%	16,0%	15,8%	10,9%	7,1%	3,9%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	527,2	623,6	958,0	651,3	303,9	123,3	-40,7	-355,8	-615,7	-774,1	-939,1
Dług netto / kapitał własny	9,2%	10,0%	14,6%	9,2%	4,0%	1,5%	-0,5%	-4,3%	-7,2%	-9,0%	-10,8%
Dług netto / EBITDA	0,6	0,6	0,8	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Dług netto / EBIT	1,7	1,0	1,5	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1
EV	9 752,3	9 848,8	10 183,2	9 876,5	9 529,1	9 348,4	9 184,5	8 869,4	8 609,5	8 451,1	8 286,0
Dług / EV	11,1%	11,4%	11,5%	8,9%	6,5%	3,8%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,8%	11,8%	14,6%	8,9%	9,2%	9,0%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	130,0%	203,3%	226,2%	142,0%	142,8%	136,5%	102,1%	101,9%	101,2%	100,6%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	5,2%	5,8%	6,5%	6,3%	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	0,7%	-0,3%	0,8%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-78,4%	-18,9%	13,3%	12,2%	10,9%	7,8%	12,4%	12,4%			
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	34,3	19,6	22,0	13,1	12,4	14,3	15,7	13,2	13,6	14,0	14,4
P/BV*	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/CE*	11,7	9,7	9,6	7,3	6,9	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3
EV/EBITDA*	11,9	8,9	8,7	6,3	5,9	6,3	6,5	5,7	5,7	5,7	5,6
EV/EBIT*	32,3	15,7	16,2	9,9	9,3	10,5	11,4	9,4	9,5	9,6	9,7
EV/S*	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
BVPS	65,4	70,9	74,9	81,4	87,8	92,1	94,0	97,3	100,0	101,7	103,3
EPS	2,7	4,7	4,2	7,1	7,5	6,5	5,9	7,0	6,8	6,6	6,5
CEPS	8,0	9,6	9,7	12,8	13,4	12,6	12,1	13,2	13,0	12,8	12,7
FCFPS	2,5	-1,1	-2,3	4,7	5,5	4,8	6,3	7,5	7,3	7,1	7,0
DPS w okresie	0,4	0,0	0,9	1,6	2,0	3,0	4,8	4,5	5,0	5,9	5,6
Payout ratio	94,7%	0,0%	40,0%	60,0%	60,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 93,0 PLN



Dom Maklerski BDM S.A.

ZCh POLICE**RAPORT ANALITYCZNY****TRZYMAJ**

(POPRZEDNIO: SPRZEDAJ)

WYCENA 23,0 PLN

6 LISTOPAD 2015

Spółka w ostatnich kwartałach pozytywnie zaskakiwała wynikami prezentując wysoką dynamikę ich poprawy dzięki niższym kosztom gazu i oszczędnościom z tyt. zakupu fosforów z Senegalu. Spółka poinformowała również o nowej inwestycji (propylen w technologii PDH), wspólnie ZAK, co przy bieżących relacjach cenowych wydaje się mieć pozytywne przełożenie na wycenę (5,2 PLN/akcję). Z drugiej strony pracujemy uwagę na wciąż wysoką wycenę rynkową podmiotu (z premią mimo silnej poprawy wyników) i ryzyko w wynikach 4Q'15, które w minionym roku zostały zbudowane na bardzo wysokich cenach amoniaku (ograniczenia w światowej podaży). W rezultacie podnosimy rekomendację ze Sprzedaj do TRZYMAJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 23 PLN/akcję.

W 3Q'15 sytuacja w biznesie nawozowym relatywnie wyglądała lepiej w nawozach wieloskładnikowych niż azotowych. Ceny NPK i DAP były nieznacznie lepsze q/q, ale gorsze o ok. 8% r/r (presja związana z obniżką cen gazu, niskimi cenami zbóż), niemniej dzięki niższym kosztom gazu czy fosforów (również efekt dostaw z Senegalu) teoretyczne marże były ok. 10% lepsze r/r i q/q. Oczekujemy również silnych wolumenów w tym obszarze. Dane o produkcji GUS za 3Q'15 sugerowały wzrost o ponad 20% r/r, co zakładamy. Nieco gorzej sytuacja wyglądała w moczniku i amoniaku, czyli części azotowej grupy. Tam ceny są wyraźnie niższe r/r, ale marże wciąż satysfakcjonujące dzięki niskim cenom gazu (taryfa PGNiG -6% q/q, -16% r/r). W amoniaku gorzej może być w 4Q'15, bo analogiczny okres roku poprzedniego był nadzwyczajnie dobry pod względem cen (problemy Ukrainy i w Afryce Północnej) i raczej nie do powtórzenia.

Od 2012 roku nakłady inwestycyjne w spółce wyraźnie przekraczają poziom amortyzacji, a lata 2015-2016 to apogeum inwestycji. Szacujemy, że CAPEX w 2015 roku przekroczy 220 mln PLN (208 mln PLN w 2014, 79 mln PLN po 1H'15), a w 2016 roku sięgnie rekordowych 260 mln PLN (nie licząc nakładów na PDH). Obecnie spółka realizuje głównie projekty środowiskowe, dostosowujące instalacje m.in. do dyrektywy IED o emisji tlenków siarki, a także poprawiające efektywność. Z dużych projektów trwa budowa instalacji odsiarczania spalin i modernizacji elektrociepłowni (budżet 164 mln PLN, koniec 2016) oraz modernizacja instalacji amoniaku (budżet 156 mln PLN, koniec 2016 rok). Dzięki temu moce produkcyjne amoniaku w 2017 roku wzrosną o ok. 10%, a więc o ponad 50 tys. ton. Spółka zainwestowała również w zmianę technologii produkcji kwasu fosforowego (budżet 67 mln PLN, koniec 2016 rok) tak aby w procesie powstawało mniej odpadów.

Wycena DCF [PLN]	26,4
W tym PDH (37,5%)	5,2
Wycena porównawcza [PLN]	19,6
Wycena końcowa [PLN]	23,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-4,1%
Koszt kapitału	9,0%

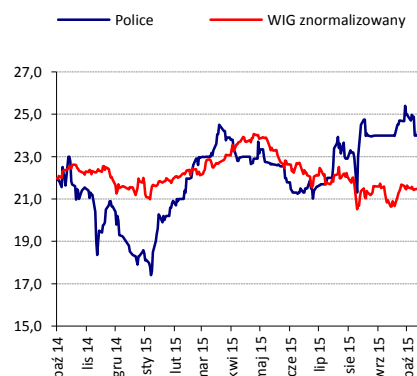
Cena rynkowa [PLN]	24,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 800,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	21,0

Stopa zwrotu za 3 mc	2,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,0%

Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	15,0%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	5,2%

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	2 981,2	2 464,4	2 412,4	2 774,6	2 889,5	3 002,4
EBITDA [mln PLN]	210,9	101,8	173,5	258,4	306,9	382,4
EBIT [mln PLN]	127,8	16,1	80,8	179,8	218,6	288,1
Wynik netto [mln PLN]	104,2	11,3	63,5	141,0	158,9	218,7
P/BV	1,8	1,9	1,8	1,6	1,5	1,3
P/E	17,3	158,9	28,3	12,8	11,3	8,2
EV/EBITDA	9,3	19,4	11,5	7,9	6,9	5,2
EV/EBIT	15,4	122,6	24,8	11,4	9,8	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 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 28,6 PLN (w tym 4,7 PLN za 37,5% projektu PDH). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 20,9 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 24,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	26,4
w tym PDH (37,5%)		5,2
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	19,6
Wycena spółki [PLN]		23,0

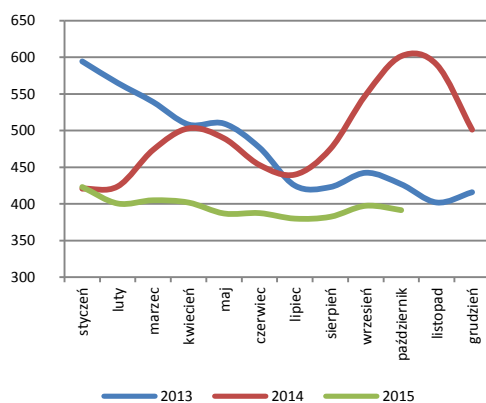
Źródło: BDM S.A.

Podnosimy rekomendację dla Polic ze Sprzedaj do TRZYMAJ wskazując na:

- relatywnie lepsze otoczenie w biznesie nawozów wieloskładnikowych niż w azotowych;
- pozytywny wpływ nowych inwestycji (PDH +5,2 PLN/akcję);
- wysoką dynamikę poprawy wyników finansowych w latach 2014-2016 dzięki niskim cenom gazu i oszczędnościom z tyt. zakupu fosforytów.

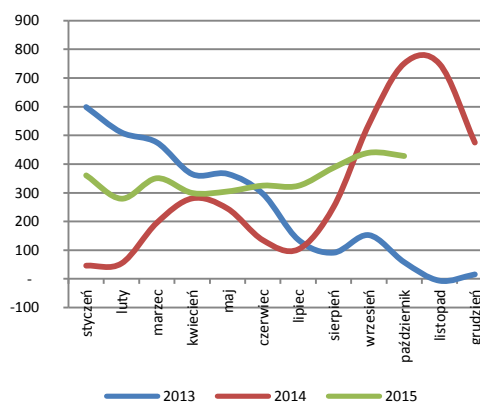
Z drugiej strony mimo zakładanej przez nas solidnej poprawy wyników finansowych w 2015-2016 spółka wciąż jest handlowana z premią do Yary i innych producentów nawozów. Wskazujemy również na ryzyko w wynikach 4Q'15. W poprzednim roku wysoki wynik spółka zbudowała dzięki rekordowej marży na amoniaku (wzrost cen wynikał wówczas z ograniczeń podaży na świecie). Obecnie ceny są znacznie niższe.

Notowania amoniaku 2013-2015 [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Teoretyczna marża na amoniaku 2013-2015 [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-13% r/r w 2015 roku, -16% r/r w 2016 roku) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

- O konkurencyjności 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 (8,1 USD/MMBTU w 3Q'15) niż w Europie (6,8 USD/MMBTU), choć dysproporcja wyraźnie się zmniejszyła w ostatnim czasie. 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 ok. 3 USD/MMBTU, a w USA ok. 2-3 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 2019 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 4% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 2%) 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 3 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. Obecnie buforem bezpieczeństwa dla europejskich producentów jest niski kurs EUR/USD.

▪ 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 (dostawy gazu spoza PGNiG, zakup AIG w Senegal- docelowo 50% dostaw fosforytów).

▪ Niski „free float”

Głównym akcjonariuszem spółki jest Grupa Azoty (66%), a „free float” to tylko 5,2%.

▪ Ryzyko emisji akcji

Spółka jest wysoko wyceniana, ma potrzeby kapitałowe, a Grupa Azoty może podjąć decyzję o zwiększeniu free float.

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

W 2014 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,2 tys. osób (+1% r/r). Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią blisko 12% 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. 9 EUR/t (poprzednio 7 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 20-30 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE. Po 2020 roku nie zakładamy ETSIV (brak szczegółów)

WYCENA DCF

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

Główne zmiany w modelu (szczegóły strony 45-51):

Wolumeny sprzedaży

Obniżyliśmy wolumeny sprzedaży nawozów z uwagi na słabe wykonanie w 2014 roku. W 2015 roku wolumeny NPK są już zdecydowanie wyższe r/r, szczególnie w 1Q i 3Q'15 (w całym roku wzrost szacujemy na ok. 14% r/r). Podnieśliśmy założenia dla amoniaku, gdzie spółka przy niskich cenach gazu realizuje wysoką marżę. W dłuższym terminie zakładamy dojście do pełnych mocy.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 3Q'15 (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.

W 2015 roku panuje relatywnie lepsze otoczenie w nawozach wieloskładnikowych. W przypadku mocznika/amoniaku spodziewamy się raczej płaskiego rynku wskutek utrzymującej się nadpodaży z Chin

Ceny surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców do 3Q'15. W kolejnych kwartałach ceny soli potasowej/fosforytów uzależniamy od notowań NPK/DAP. W przypadku fosforytów uwzględniamy wyższe oszczędności (40-60 mln PLN rocznie) z tytułu dostaw z Senegalu (w 2015 roku 300 tys. ton – 180 tys. ton po 1H'15 (info. spółka) vs 200 tys. ton w 2014 roku).

Po 3 obniżkach taryfy gazowej w 2015 roku średnioroczna cena spadnie o ok. 13% r/r w 2015 roku. Dalej koszty gazu uzależniamy od notowań ropy naftowej (krzywa terminowa), cen gazu w Europie (TTF- krzywa terminowa) i kursów walut (krzywa terminowa). W rezultacie w 2016 roku średnia cena gazu spadnie o ok. 16% r/r, a w 2017 roku o kolejne 6% r/r. Tym samym zbliży się do notowań TTF (6,5-7,0 USD/MMBTU).

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Apogeum inwestycji to okres 2015-2016 i są to głównie inwestycje środowiskowe (instalacja odsiarczania, zmiana technologii kwasu fosforowego) i poprawiające efektywność (modernizacja amoniaku). CAPEX w 2015 roku to 222 mln PLN vs 208 mln PLN w 2014 roku, a w 2016 roku aż 260 mln PLN. Są to szacunki bez projektu instalacji propylenu w technologii PDH (osobna wycena projektu).

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). Spółka ma ok. 600 tys. deficytu uprawnień emisyjnych, co przy cenie 9 EUR/EUA (poprzednio 7 EUR/EUA) będzie generować rocznie koszty rzędu 20-30 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za rok 2014 spółka wypłaciła 42 mln PLN dywidendy (DPS 0,56 PLN, 66% zysku netto) i była to trzecia dywidenda z rzędu (0,67 PLN w '13, 0,31 PLN w '14 i 0,56 PLN w '15). Strategia GA zakłada pobieranie nie spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W najbliższych latach szacujemy, że będzie to ok. 50% zysku netto (DY ok. 4%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2015-2024 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 6 listopada 2015 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,98 mld PLN (w tym 393 mln PLN projekt PDH dla Polic). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 26,4 PLN (PDH 5,2 PLN).

Model DCF

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 412,4	2 774,6	2 889,5	3 002,4	3 025,4	3 047,4	3 124,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4
EBIT [mln PLN]	80,8	179,8	218,6	288,1	269,6	238,2	229,4	254,3	247,9	241,4	234,5
Stopa podatkowa	18,0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,5	34,2	41,5	54,7	51,2	45,3	43,6	48,3	47,1	45,9	44,6
NOPLAT [mln PLN]	66,3	145,7	177,0	233,4	218,4	192,9	185,8	206,0	200,8	195,5	189,9
Amortyzacja [mln PLN]	92,7	78,6	88,4	94,3	95,4	96,3	97,1	97,8	98,4	98,7	98,9
CAPEX [mln PLN]	-161,2	-222,0	-260,1	-114,1	-111,9	-109,7	-109,4	-108,8	-105,6	-102,4	-99,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	96,2	-8,5	-7,9	-7,8	-1,6	-1,5	-5,3	-5,3	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	94,1	-6,2	-2,6	205,8	200,2	178,0	168,3	189,7	193,5	191,8	189,6
DFCF [mln PLN]		-6,1	-2,3	172,8	154,7	126,3	109,6	113,3	106,1	96,5	87,5
Suma DFCF [mln PLN]		958,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 106,3			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		971,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 930,1									
Dług netto* [mln PLN]		244,6									
Udziały mniejszości [mln PLN]		94,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 590,5									
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		21,2									

Przychody zmiana r/r	15,0%	4,1%	3,9%	0,8%	0,7%	2,5%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	122,6%	21,5%	31,8%	-6,4%	-11,7%	-3,7%	10,8%	-2,5%	-2,6%	-2,9%
FCF zmiana r/r	-106,6%	-58,8%	-8165,2%	-2,7%	-11,1%	-5,5%	12,7%	2,0%	-0,9%	-1,2%
Marża EBITDA	9,3%	10,6%	12,7%	12,1%	11,0%	10,5%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%
Marża EBIT	6,5%	7,6%	9,6%	8,9%	7,8%	7,3%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%
Marża NOPLAT	5,2%	6,1%	7,8%	7,2%	6,3%	5,9%	6,4%	6,3%	6,1%	5,9%
CAPEX / Przychody	8,0%	9,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	282,3%	294,3%	121,0%	117,3%	113,9%	112,6%	111,2%	107,4%	103,7%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,3%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%			

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2014 powiększony o wypłatę 42 mln PLN dywidendy
 **- bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena)

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	86,6%	85,5%	90,4%	93,7%	96,8%	99,2%	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	13,4%	14,5%	9,6%	6,3%	3,2%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	8,3%	8,6%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	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	21,3	22,7	24,5	26,7	29,6	33,6	39,3	48,3	64,5
	0,8	20,0	21,2	22,8	24,6	27,1	30,3	34,9	41,7	53,1
	0,9	18,8	19,9	21,2	22,8	24,9	27,6	31,3	36,6	45,0
	1,0	17,7	18,6	19,8	21,2	23,0	25,2	28,3	32,5	38,9
	1,1	16,7	17,5	18,5	19,8	21,3	23,2	25,7	29,1	34,1
	1,2	15,7	16,5	17,4	18,5	19,8	21,4	23,5	26,3	30,3
	1,3	14,9	15,5	16,3	17,3	18,4	19,8	21,6	24,0	27,2

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	22,8	24,4	26,5	29,1	32,6	37,5	44,8	57,0	81,5
	4,0%	20,0	21,2	22,8	24,6	27,1	30,3	34,9	41,7	53,1
	5,0%	17,7	18,6	19,8	21,2	23,0	25,2	28,3	32,5	38,9
	6,0%	15,7	16,5	17,4	18,5	19,8	21,4	23,5	26,3	30,3
	7,0%	14,1	14,7	15,4	16,2	17,2	18,4	20,0	21,9	24,6
	8,0%	12,6	13,1	13,7	14,3	15,1	16,0	17,2	18,6	20,5
	9,0%	11,4	11,8	12,2	12,8	13,4	14,1	15,0	16,0	17,4

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%	34,3	32,4	30,7	29,1	27,6	26,3	25,0	23,9	22,8
	4,0%	30,1	28,1	26,3	24,6	23,2	21,8	20,6	19,5	18,5
	5,0%	26,7	24,6	22,8	21,2	19,8	18,5	17,3	16,2	15,2
	6,0%	23,9	21,8	20,0	18,5	17,1	15,8	14,7	13,7	12,8
	7,0%	21,5	19,5	17,7	16,2	14,9	13,7	12,6	11,7	10,8
	8,0%	19,5	17,5	15,8	14,3	13,0	11,9	10,9	10,0	9,2
	9,0%	17,7	15,8	14,2	12,8	11,5	10,4	9,5	8,6	7,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 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 6 listopada 2015 roku.

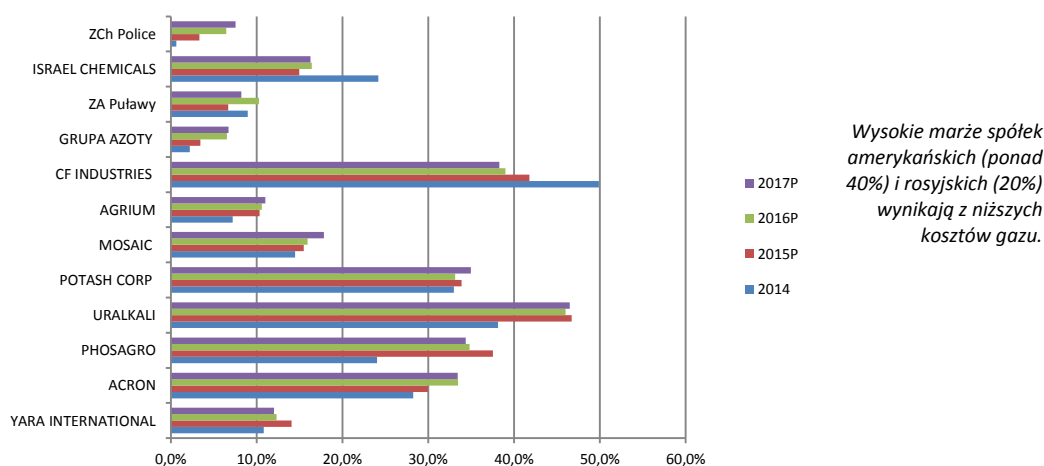
Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,47 mld PLN, co odpowiada 19,6 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 24,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z premią w latach 2015-2016.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
YARA INTERNATIONAL	10,6	11,0	11,0	5,3	5,9	5,7	7,2	8,3	8,1
ACRON	5,3	4,9	3,8	4,1	4,0	3,1	4,8	4,0	3,5
PHOSAGRO	7,3	6,6	6,1	5,2	5,0	4,7	6,0	6,2	5,6
URALKALI	7,6	8,0	7,9	6,9	6,5	6,2	8,5	8,0	7,5
POTASH CORP	12,6	12,7	11,9	8,0	7,9	7,6	10,7	11,1	10,1
MOSAIC	10,6	10,6	9,2	6,3	6,1	5,3	9,6	9,1	7,7
AGRIUM	13,0	12,0	10,9	8,3	7,8	7,3	11,0	10,3	9,3
CF INDUSTRIES	11,6	9,6	9,0	7,6	6,7	6,2	9,2	8,3	7,7
GRUPA AZOTY	19,6	22,0	13,1	8,9	8,7	6,3	15,7	16,2	9,9
ZA Puławy	10,3	15,0	10,0	5,7	7,0	5,2	8,3	11,2	7,5
ISRAEL CHEMICALS	11,2	10,1	10,3	7,4	7,1	7,1	11,6	10,0	10,0
MEDIANA	10,6	10,6	10,0	6,9	6,7	6,2	9,2	9,1	7,7
ZCh Police	12,8	11,3	8,2	7,9	6,9	5,2	11,4	9,8	7,0
Premia/dyskonto do spółki	20,2%	6,6%	-17,8%	14,3%	4,4%	-15,0%	24,4%	6,6%	-9,7%
Wycena wg wskaźnika	20,0	22,5	29,2	20,6	19,6	20,8	7,2	18,6	18,0
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		23,9			20,3			14,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	19,6								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.11.2015

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15

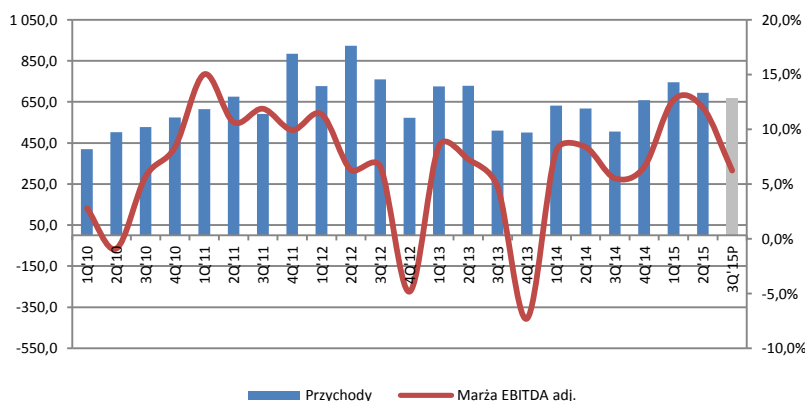
W 3Q'15 sytuacja w biznesie nawozowym relatywnie wyglądała lepiej w nawozach wieloskładnikowych niż azotowych. Ceny NPK i DAP były nieznacznie lepsze q/q, ale gorsze o ok. 8% r/r (presja związana z obniżką cen gazu, niskimi cenami zbóż), niemniej dzięki niższym kosztom gazu czy fosforów (również efekt dostaw z Senegalu) teoretyczne marże były ok. 10% lepsze r/r i q/q. Oczekujemy również silnych wolumenów w tym obszarze. Dane o produkcji GUS za 3Q'15 sugerowały wzrost o ponad 20% r/r, co zakładamy. Nieco gorzej sytuacja wyglądała w moczniku i amoniaku, czyli części azotowej grupy. Tam ceny są wyraźnie niższe r/r, ale marże wciąż satysfakcjonujące dzięki niskim cenom gazu (taryfa PGNiG -6% q/q, -16% r/r). W amoniaku gorzej może być w 4Q'15, bo analogiczny okres roku poprzedniego był nadzwyczajnie dobry pod względem cen (problemy Ukrainy i w Afryce Północnej) i raczej nie do powtórzenia. Wciąż słabo sytuacja prezentuje się w bieli tytanowej, gdzie ceny z kwartału na kwartał są coraz niższe. W tym obszarze oczekujemy ujemnego EBIT, podobnie jak w 3 minionych kwartałach. Reasumując, spółka powinna się pochwalić największą dynamiką poprawy wyników w Grupie Azoty, tym bardziej, że baza 3Q'14 jest bardzo niska. Oczekujemy ok. 42 mln PLN EBITDA (+50% r/r) przy 668 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+32% r/r).

Prognozy wyników na 3Q'2015

	3Q'14	3Q'15P	zmiana r/r	1-3Q'14	1-3Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r
Przychody	505,0	668,3	32,4%	1 753,7	2 108,1	20,2%	2 412,4	2 774,6	15,0%
Wynik brutto na sprzedaży	69,4	102,6	47,8%	234,1	372,2	59,0%	334,0	480,1	43,7%
EBITDA	27,9	41,6	49,2%	130,3	219,2	68,3%	173,5	258,4	49,0%
EBIT	7,1	23,3	228,7%	58,9	158,9	169,7%	80,8	179,8	122,6%
Zysk brutto	5,3	22,1	317,3%	56,4	152,4	170,2%	74,6	172,7	131,5%
Zysk netto	6,8	17,9	163,4%	49,4	124,5	152,3%	63,5	141,0	121,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,7%	15,3%		13,4%	17,7%		13,8%	17,3%	
Marża EBITDA	5,5%	6,2%		7,4%	10,4%		7,2%	9,3%	
Marża EBIT	1,4%	3,5%		3,4%	7,5%		3,3%	6,5%	
Marża zysku netto	1,3%	2,7%		2,8%	5,9%		2,6%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



Ostatnie kwartały są relatywnie lepsze w obszarze nawozów wieloskładnikowych niż w azotowych, dlatego spółka prezentuje najwyższą dynamikę poprawy wyników w Grupie Azoty.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. LS- przychody, PS- marża

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Od 2012 roku nakłady inwestycyjne w spółce wyraźnie przekraczają poziom amortyzacji, a lata 2015-2016 to apogeum inwestycji. Szacujemy, że CAPEX w 2015 roku przekroczy 220 mln PLN (208 mln PLN w 2014, 79 mln PLN po 1H'15), a w 2016 roku sięgnie rekordowych 260 mln PLN (nie licząc nakładów na PDH).

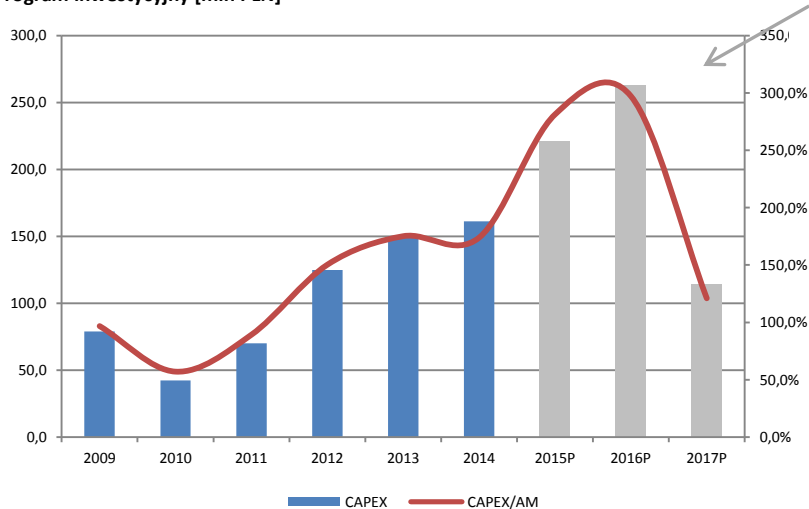
Obecnie spółka realizuje głównie projekty środowiskowe, dostosowujące instalacje m.in. do dyrektywy IED o emisji tlenków siarki, a także poprawiające efektywność. Z dużych projektów trwa budowa instalacji odsiarczania spalin i modernizacji elektrociepłowni (budżet 164 mln PLN, koniec 2016) oraz modernizacja instalacji amoniaku (budżet 156 mln PLN, koniec 2016 rok). Dzięki temu moce produkcyjne amoniaku w 2017 roku wzrosną o ok. 10%, a więc o ponad 50 tys. ton. Spółka zainwestowała również w zmianę technologii produkcji kwasu fosforowego (budżet 67 mln PLN, koniec 2016 rok) tak aby w procesie powstawało mniej odpadów.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	RAZEM
Modernizacja reaktorów syntezy amoniaku	24,4	10,9	10,5								21,4
rozbudowa instalacji odsiarczania gazów pokalcyfajcyjnych	8,9	2,0	1,9	5,0							8,9
Zakup drugiego młyna walcowego	5,4	3,6	1,8								5,4
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	163,7	49,5	60,3	27,0	27,0						163,7
Produkcja polifoski 21 i siarczany amonu na instalacjach DAP	11,0	9,4	1,6								11,0
Modernizacja instalacji amoniaku	155,6		22,6	38,9	94,1						155,6
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	67,0			20,1	46,9						67,0
Budowa instalacji do neutralizacji ścieków z TiO2**	27,4	1,2	0,6		12,8	12,8					27,4
modernizacja wału przeciwpowodziowego wokół skl. fosgipsu	9,5				9,5						9,5
modernizacja magazynu surowca fosforytów	8,4				8,4						8,4
PDH*	1 675,0			6,9	165,0	330,0	495,0	660,0			1 656,9
Senegal III tranze	102,1	9,6	22,1	70,4							102,1
poszukiwanie minerałów		7,4	24,5								31,9
odtworzeniowy, inne		83,8	61,7	60,0	60,0	94,3	95,4	96,2	97,0	97,6	746,1
<i>amortyzacja</i>		85,7	92,7	78,6	88,4	94,3	95,4	96,2	97,0	97,6	826,0
RAZEM		177,5	207,5	228,3	423,6	437,1	590,4	756,2	97,0	97,6	3 015,2
RAZEM bez PDH*		177,5	207,5	221,4	258,6	107,1	95,4	96,2	97,0	97,6	1 358,3

Źródło: BDM S.A., spółka. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF. **- projekt wstrzymany

Program inwestycyjny [mln PLN]



Apogeum inwestycji
przypada na lata 2015-2016

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

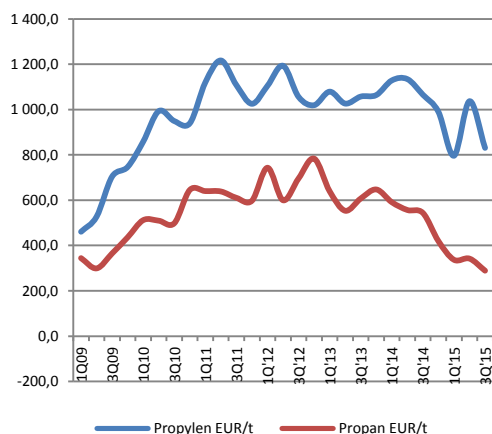
Projekt budowy instalacji propylenu metodą PDH

W marcu 2015 roku spółka ogłosiła budowę instalacji propylenu w technologii PDH. Surowcem ma być propan, którego ceny są obecnie bardzo niskie w związku z cenami gazu, a produktem propylen. Łącznie spółka ma produkować 400 tys. ton propylenu, z czego 150 tys. ton będzie zużywane w Kędzierzynie (do produkcji OXO), a reszta sprzedawana na rynku.

Obecnie ponad 70% propylenu wytwarza się w Europie technologią krakingu parowego. Z rafinerii (FCC) pochodzi mniej niż 30% podaży produktu. Zaledwie 3,6% propylenu wytwarza się w technologii PDH (z propanu). Rewolucja łupkowa w USA zdecydowanie zwiększyła dostępność tego surowca obniżając tym samym ceny i zwiększając konkurencyjność technologii. W Europie istnieją obecnie dwie takie instalacje (w Hiszpanii i Francji) o łącznych mocach ok. 650 tys. ton.

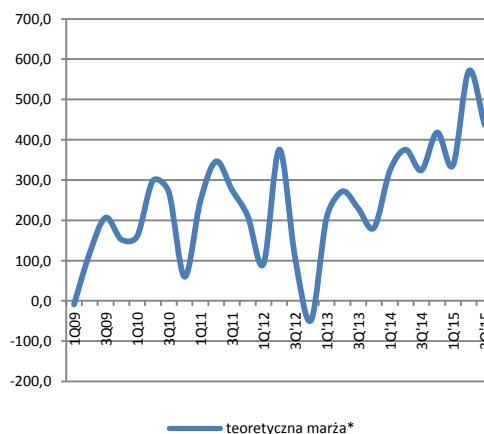
Łączny koszt inwestycji jest szacowany na 1,65 mld PLN. Instalacja miałaby rozpocząć pracę w 2019 roku. W finansowanie projektu ma być zaangażowany PiR z udziałem do 25%. Szacujemy, że wkład własny inwestorów (Police i ZAK) to max 20% wartości, a reszta zostanie sfinansowana długiem. W takiej formie nie będzie to znaczące obciążenie dla bilansu Polic i ZAK (po 37,5% udziału w projekcie, reszta PiR).

Propylen vs propan [EUR/t]



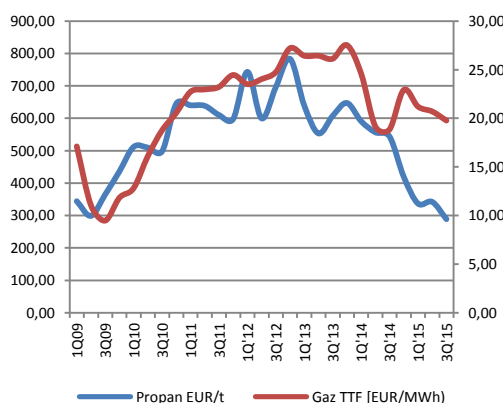
Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Teoretyczna marża na produkcji propylenu metodą PDH*



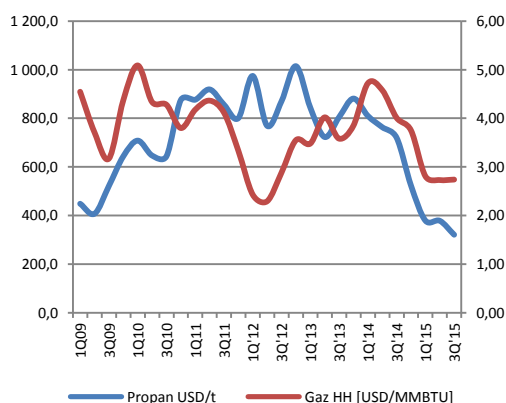
Źródło: BDM S.A, Bloomberg. *- propylen – 1,363 propan

Propan [EUR/t] vs gaz TTF [EUR/MWh]



Źródło: BDM S.A, Bloomberg. LS- propan, PS- gaz TTF

Propan [USD/t] vs gaz HH [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A, Bloomberg. LS-propan, PS- gaz HH

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016

Na 2015 rok prognozę EBITDA podwyższyliśmy o 7% głównie wskutek niższych cen gazu i korzystnych kursów walutowych. Zmiany te z nawiązką zrekomensowały niższe ceny/wolumeny nawozów.

Zmiana założeń na lata 2015-2016 [mln PLN]

	2014			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Faktycznie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	2 475,3	2 412,4	-2,5%	2 821,6	2 774,6	-1,7%	3 028,0	2 889,5	-4,6%
EBITDA	170,2	173,5	1,9%	242,3	258,4	6,7%	315,3	306,9	-2,7%
EBIT	47,4	80,8	70,5%	105,5	179,8	70,4%	170,6	218,6	28,1%
Zysk netto	34,3	63,5	85,3%	71,1	141,0	98,3%	122,9	158,9	29,3%
Marża EBITDA	6,9%	7,2%		8,6%	9,3%		10,4%	10,6%	
Marża EBIT	1,9%	3,3%		3,7%	6,5%		5,6%	7,6%	
Marża netto	1,4%	2,6%		2,5%	5,1%		4,1%	5,5%	
Pszemka [USD/100bu]	583,8	588,3	0,8%	596,4	508,1	-14,8%	655,2	511,4	-21,9%
Ropa naftowa [USD/bbl]	108,6	99,5	-8,3%	106,6	54,7	-48,7%	103,1	53,5	-48,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 114,6	-7,6%	1 138,2	947,9	-16,7%
EUR/PLN	4,19	4,18	-0,1%	4,10	4,18	2,0%	4,00	4,30	7,5%
USD/PLN	3,09	3,15	2,1%	3,04	3,77	24,0%	2,96	3,90	31,9%
Mocznik [USD/t]	311,1	313,6	0,8%	320,0	272,3	-14,9%	340,0	260,0	-23,5%
NPK [USD/t]	352,2	344,1	-2,3%	400,0	326,3	-18,4%	400,0	330,0	-17,5%
DAP [USD/t]	483,2	473,5	-2,0%	500,0	456,6	-8,7%	520,0	440,0	-15,4%
Amoniak [USD/t]	455,3	493,4	8,4%	450,0	397,1	-11,8%	440,0	400,0	-9,1%
Biel tytanowa [EUR/t]	2 350,0	2 348,3	-0,1%	2 400,0	2 174,2	-9,4%	2 500,0	2 105,0	-15,8%
Fosforyty [USD/t]	131,4	123,0	-6,4%	151,5	127,6	-15,8%	152,9	129,4	-15,4%
Sól potasowa [USD/t]	323,0	291,5	-9,8%	400,0	302,4	-24,4%	400,0	330,0	-17,5%
Wolumen wieloskładnikowe	1 000,8	920,0	-8,1%	1 080,0	1 051,8	-2,6%	1 212,0	1 050,0	-13,4%
Wolumen mocznik	315,6	315,0	-0,2%	360,0	306,8	-14,8%	360,0	360,0	0,0%
Wolumen amoniak	189,7	203,7	7,4%	196,2	211,2	7,7%	211,0	221,7	5,1%
Wolumen biel	36,0	34,8	-3,3%	40,0	35,8	-10,5%	40,0	40,0	0,0%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 08.08.2014

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024

Główne założenia kwartalne

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	494,3
Pszenica [USD/t]	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	181,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	48,8
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	6,3
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	330,0
DAP [USD/t]	502,1	492,7	447,1	385,7	478,0	454,7	496,0	465,3	478,3	453,0	455,0	440,0
Mocznik [USD/t]	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	260,0
Amoniak [USD/t]	566,1	498,2	430,2	415,0	439,5	481,9	487,9	564,3	409,6	392,1	386,7	400,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 516,7	2 425,0	2 425,0	2 400,0	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 343,3	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 105,0
AdBlue [USD/t]	125,8	109,6	95,4	97,7	107,3	95,7	103,5	101,3	94,4	88,9	86,1	84,5
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7
Fosforyty [USD/t]	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,4
Sól potasowa [USD/t]	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	300,0
Siarka [USD/t]	175,0	178,0	149,0	116,2	140,0	167,0	167,0	167,0	167,0	163,7	162,0	150,0
Ilmenit [USD/t]	287,5	202,7	172,3	163,3	127,7	116,0	111,0	96,7	81,7	87,3	87,3	87,3
Węgiel [PLN/t]	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,15	4,20	4,25	4,18	4,18	4,17	4,18	4,21	4,19	4,09	4,19	4,26
USD/PLN	3,15	3,21	3,21	3,07	3,05	3,04	3,15	3,37	3,72	3,69	3,77	3,90
EUR/USD	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13	1,11	1,11	1,09
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	527,2
DAP [PLN/t]	634,7	620,0	504,7	461,3	699,1	622,2	782,0	744,9	902,5	808,1	848,0	821,6
Mocznik [PLN/t]	504,3	365,3	228,0	209,7	300,0	185,3	294,6	343,7	400,6	361,6	386,7	411,8
Amoniak [PLN/t]	528,1	342,5	126,9	22,5	99,9	220,4	294,4	661,9	331,1	309,5	383,6	503,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	4 680,4	5 742,7	6 539,9	7 041,8	7 264,8	7 275,2	7 347,4	7 399,4	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 381,2
AdBlue [PLN/t]	163,9	120,2	73,9	68,2	97,0	60,2	95,8	111,4	130,3	117,6	125,8	133,9

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

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Przychody	725,4	728,4	510,4	500,1	631,5	617,2	505,0	658,8	746,1	693,7	668,3	666,4
Nawozy	626,4	620,1	415,5	427,9	542,9	521,4	416,2	586,1	658,9	602,2	586,0	600,4
Wieloskładnikowe	386,8	389,6	294,5	283,1	331,0	330,0	297,0	348,0	441,4	396,0	431,5	429,5
NPK	277,6	280,5	253,2	230,0	208,0	227,3	222,8	268,6	275,4	259,6	249,5	252,3
NP&PK&NS	109,2	109,1	41,4	53,1	123,0	102,7	74,2	79,4	166,1	136,4	182,0	177,2
Mocznik	114,0	99,9	57,0	76,1	114,0	107,0	71,0	108,0	115,8	94,0	98,0	97,0
Pozostałe (gł. amoniak)	125,6	130,7	63,9	68,7	97,9	84,4	48,2	130,1	101,7	112,2	56,5	73,9
Pigmenty (gł. biel)	88,3	92,5	85,0	61,8	80,2	86,0	76,3	57,2	76,1	79,6	72,4	54,1
Pozostałe (gł. AdBlue)	10,7	15,8	9,9	10,5	8,4	9,8	12,4	15,5	11,1	11,9	9,9	12,0
Udział												
Nawozy	86,4%	85,1%	81,4%	85,6%	86,0%	84,5%	82,4%	89,0%	88,3%	86,8%	87,7%	90,1%
Wieloskładnikowe	53,3%	53,5%	57,7%	56,6%	52,4%	53,5%	58,8%	52,8%	59,2%	57,1%	64,6%	64,5%
NPK	38,3%	38,5%	49,6%	46,0%	32,9%	36,8%	44,1%	40,8%	36,9%	37,4%	37,3%	37,9%
NP&PK&NS	15,1%	15,0%	8,1%	10,6%	19,5%	16,6%	14,7%	12,0%	22,3%	19,7%	27,2%	26,6%
Mocznik	15,7%	13,7%	11,2%	15,2%	18,1%	17,3%	14,1%	16,4%	15,5%	13,6%	14,7%	14,6%
Pozostałe (gł. amoniak)	17,3%	17,9%	12,5%	13,7%	15,5%	13,7%	9,6%	19,8%	13,6%	16,2%	8,4%	11,1%
Pigmenty (gł. biel)	12,2%	12,7%	16,7%	12,4%	12,7%	13,9%	15,1%	8,7%	10,2%	11,5%	10,8%	8,1%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,5%	2,2%	1,9%	2,1%	1,3%	1,6%	2,5%	2,3%	1,5%	1,7%	1,5%	1,8%
Zmiana r/r	-0,1%	-21,1%	-32,8%	-12,5%	-12,9%	-15,3%	-1,1%	31,7%	18,1%	12,4%	32,4%	1,2%
Nawozy	5,5%	-21,0%	-35,4%	-12,3%	-13,3%	-15,9%	0,2%	37,0%	21,4%	15,5%	40,8%	2,4%
Wieloskładnikowe	-3,7%	-27,7%	-37,8%	-26,9%	-14,4%	-15,3%	0,8%	22,9%	33,4%	20,0%	45,3%	23,4%
NPK	-2,0%	-26,5%	-35,6%	-18,9%	-25,1%	-19,0%	-12,0%	16,8%	32,4%	14,2%	12,0%	-6,1%
NP&PK&NS	-7,7%	-30,6%	-48,6%	-41,8%	12,6%	-5,8%	79,4%	49,5%	35,0%	32,8%	145,2%	123,3%
Mocznik	-8,0%	-22,3%	-35,1%	-17,9%	0,0%	7,1%	24,5%	41,9%	1,6%	-12,1%	38,1%	-10,2%
Pozostałe (gł. amoniak)	83,6%	11,5%	-21,3%	766,2%	-22,1%	-35,4%	-24,6%	89,4%	3,9%	32,9%	17,0%	-43,2%
Pigmenty (gł. biel)	-22,9%	-17,0%	-18,0%	-12,8%	-9,2%	-7,0%	-10,2%	-7,4%	-5,2%	-7,4%	-5,1%	-5,5%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-40,0%	-42,5%	-24,7%	-21,8%	-21,0%	-38,1%	25,4%	47,9%	31,7%	21,7%	-19,9%	-22,5%
EBIT	39,6	31,9	5,5	-45,8	20,1	31,7	7,1	21,9	70,7	64,9	23,3	20,9
Nawozy	45,3	29,2	-1,5	-48,8	15,3	18,9	0,9	26,1	73,0	64,2	22,7	22,8
Pigmenty	-4,9	-0,3	5,0	4,3	5,2	7,1	2,6	-2,6	-3,0	-0,3	1,7	0,7
Pozostałe	-0,9	3,0	2,0	-1,3	-0,5	5,7	3,6	-1,6	0,7	1,0	-1,1	-2,6
Marża EBIT Adj.	5,5%	3,8%	1,2%	-12,6%	3,2%	4,5%	1,1%	3,2%	9,2%	9,3%	4,3%	4,0%
Nawozy	7,3%	4,7%	-0,5%	-14,1%	2,7%	3,5%	0,3%	3,8%	11,1%	10,6%	4,8%	4,7%
Pigmenty	-5,9%	-4,8%	5,7%	2,2%	6,5%	8,1%	3,2%	-4,9%	-4,1%	-0,6%	2,3%	1,4%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	374,0	359,8	254,0	335,0	388,9	386,4	315,1	348,3	448,7	389,8	366,1	365,2
Wieloskładnikowe	237,9	242,1	170,0	230,0	238,0	247,0	205,0	230,0	295,0	255,0	254,9	246,9
NPK	168,0	203,3	145,4	185,9	155,2	200,1	154,8	169,4	195,6	207,2	192,6	186,3
NP&PK&NS	74,4	38,8	24,6	44,1	82,8	46,9	50,2	60,6	99,5	47,8	62,2	60,6
Mocznik	81,0	64,0	50,0	65,0	95,0	80,0	70,0	70,0	97,0	68,0	71,8	70,0
Pozostałe (gł. amoniak)	55,1	53,7	34,0	40,0	55,9	59,4	40,1	48,3	56,7	66,8	39,5	48,3
Pigmenty (gł. biel)	9,8	10,5	9,4	6,9	9,2	10,0	8,9	6,7	9,4	10,0	9,4	6,9
Pozostałe (gł. AdBlue)	18,9	31,4	22,6	24,4	18,0	23,5	26,6	31,7	22,1	25,3	30,6	36,4
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	242,4	242,1	170,0	230,0	238,0	247,0	205,0	230,0	295,0	255,0	254,9	246,9
Produkcja TiO2 [tys. ton]	9,8	10,5	9,4	6,9	9,2	10,5	9,4	6,9	9,2	10,5	9,4	6,9
Produkcja NH3 [tys. ton]	133,4	119,4	82,7	104,8	142,9	134,3	107,3	119,7	152,2	135,9	113,8	121,9
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	85,4	79,2	55,2	76,5	85,5	82,1	70,0	79,3	105,4	84,6	87,0	84,4
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	170,8	158,4	110,4	153,0	171,0	164,1	140,1	158,6	210,8	169,3	174,1	168,8
Produkcja U [tys. ton]	87,1	74,2	57,4	72,9	100,9	87,7	78,6	80,3	104,2	76,2	81,7	81,8

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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	684,8	588,3	508,1	511,4	538,0	548,9	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Pszenica [USD/t]	251,6	216,2	186,7	187,9	197,7	201,7	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	108,7	99,5	54,7	53,5	58,2	61,0	62,8	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	3,7	4,3	2,7	2,8	3,0	3,1	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	10,5	8,1	6,6	6,1	6,2	6,3	6,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	11,2	11,2	8,4	6,9	6,6	7,0	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	378,3	344,1	326,3	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	456,9	473,5	456,6	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0
Mocznik [USD/t]	329,6	313,6	272,3	260,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
Amoniak [USD/t]	477,4	493,4	397,1	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 441,7	2 348,3	2 174,2	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0	2 105,0
AdBlue [USD/t]	106,6	102,4	88,5	84,5	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 252,4	1 243,7	1 114,6	947,9	892,8	933,1	940,0	956,3	966,4	965,6	964,7	964,7
Fosforyty [USD/t]	148,0	123,0	127,6	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4
Sól potasowa [USD/t]	379,3	291,5	302,4	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka [USD/t]	154,5	160,3	160,7	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Ilmenit [USD/t]	206,5	112,8	85,9	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3
Węgiel [PLN/t]	267,3	253,9	246,3	246,3	251,2	256,3	261,4	266,6	272,0	277,4	282,9	288,6
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	232,5	237,2	241,9	246,8	251,7	256,7	261,9	267,1	272,4	277,9
Waluty												
EUR/PLN	4,20	4,18	4,18	4,30	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33
USD/PLN	3,16	3,15	3,77	3,90	3,83	3,75	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68
EUR/USD	1,33	1,33	1,11	1,10	1,13	1,15	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	406,6	383,8	478,3	518,5	516,5	494,1	478,9	475,6	473,6	473,8	473,9	473,9
DAP [PLN/t]	555,2	712,1	845,0	847,4	840,2	809,8	787,7	784,1	781,9	782,0	782,2	782,2
Mocznik [PLN/t]	326,8	280,9	390,2	474,7	564,2	519,0	493,7	484,4	478,6	479,1	479,6	479,6
Amoniak [PLN/t]	255,0	319,2	382,0	613,7	640,2	568,1	530,8	514,4	504,3	505,2	506,0	506,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	6 001,2	7 321,7	6 509,2	6 468,4	6 569,7	6 622,3	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8	6 672,8
AdBlue [PLN/t]	106,5	91,1	126,9	154,3	183,4	168,7	160,5	157,4	155,6	155,7	155,9	155,9

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	2 464,4	2 412,4	2 774,6	2 889,5	3 002,4	3 025,4	3 047,4	3 124,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4
Nawozy	2 090,0	2 066,6	2 447,5	2 534,5	2 643,4	2 667,2	2 690,0	2 767,0	2 844,0	2 844,0	2 844,0	2 844,0
Wieloskładnikowe	1 354,0	1 306,0	1 698,4	1 746,6	1 800,5	1 847,2	1 892,0	1 974,4	2 056,7	2 056,7	2 056,7	2 056,7
NPK	1 041,2	926,7	1 036,8	1 311,3	1 373,2	1 428,7	1 482,1	1 564,4	1 646,7	1 646,7	1 646,7	1 646,7
NP&PK&NS	312,8	379,3	661,6	435,3	427,3	418,5	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0	410,0
Mocznik	347,0	400,0	404,8	469,1	496,0	485,7	475,8	475,8	475,8	475,8	475,8	475,8
Pozostałe (gł. amoniak)	389,0	360,7	344,2	318,8	347,0	334,3	322,2	316,8	311,5	311,5	311,5	311,5
Pigmenty (gł. biel)	327,6	299,7	282,2	317,2	319,1	319,1	319,1	319,1	319,1	319,1	319,1	319,1
Pozostałe (gł. AdBlue)	46,8	46,1	44,9	37,8	39,9	39,1	38,3	38,3	38,3	38,3	38,3	38,3
Udział												
Nawozy	84,8%	85,7%	88,2%	87,7%	88,0%	88,2%	88,3%	88,6%	88,8%	88,8%	88,8%	88,8%
Wieloskładnikowe	54,9%	54,1%	61,2%	60,4%	60,0%	61,1%	62,1%	63,2%	64,2%	64,2%	64,2%	64,2%
NPK	42,3%	38,4%	37,4%	45,4%	45,7%	47,2%	48,6%	50,1%	51,4%	51,4%	51,4%	51,4%
NP&PK&NS	12,7%	15,7%	23,8%	15,1%	14,2%	13,8%	13,5%	13,1%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Mocznik	14,1%	16,6%	14,6%	16,2%	16,5%	16,1%	15,6%	15,2%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Pozostałe (gł. amoniak)	15,8%	14,9%	12,4%	11,0%	11,6%	11,1%	10,6%	10,1%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Pigmenty (gł. biel)	13,3%	12,4%	10,2%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,9%	1,9%	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Zmiana r/r	-17,3%	-2,1%	15,0%	4,1%	3,9%	0,8%	0,7%	2,5%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-16,7%	-1,1%	18,4%	3,6%	4,3%	0,9%	0,9%	2,9%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-23,6%	-3,5%	30,0%	2,8%	3,1%	2,6%	2,4%	4,4%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-22,4%	-11,0%	11,9%	26,5%	4,7%	4,0%	3,7%	5,6%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	-30,1%	21,3%	74,4%	-34,2%	-1,8%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	-19,9%	15,3%	1,2%	15,9%	5,7%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	41,5%	-7,3%	-4,6%	-7,4%	8,8%	-3,6%	-3,6%	-1,7%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	-18,2%	-8,5%	-5,9%	12,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-34,8%	-1,6%	-2,5%	-15,9%	5,7%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	31,2	80,8	179,9	218,6	288,1	269,6	238,2	229,4	254,3	247,9	241,4	234,5
Nawozy	24,2	61,1	183,9	213,5	273,1	255,4	226,6	217,5	241,6	234,8	228,0	220,8
Pigmenty	4,2	12,3	-0,8	7,3	14,6	14,8	13,7	14,6	15,7	16,7	17,6	18,5
Pozostałe	2,7	7,3	-3,2	-2,3	0,4	-0,6	-2,1	-2,6	-3,1	-3,6	-4,2	-4,8
Marża EBIT Adj.	0,4%	3,1%	6,8%	8,4%	10,5%	9,8%	8,7%	8,3%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%
Nawozy	0,6%	2,7%	7,9%	9,4%	11,3%	10,6%	9,5%	8,9%	8,5%	8,3%	8,0%	7,8%
Pigmenty	-1,1%	3,9%	-0,4%	2,3%	4,6%	4,6%	4,3%	4,6%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1327	1439	1570	1632	1710	1760	1810	1860	1910	1910	1910	1910
Wieloskładnikowe	885	920	1052	1050	1104	1158	1212	1266	1320	1320	1320	1320
NPK	703	679	782	810	864	918	972	1026	1080	1080	1080	1080
NP&PK&NS	182	241	270	240	240	240	240	240	240	240	240	240
Mocznik	260	315	307	360	360	360	360	360	360	360	360	360
Pozostałe (gł. amoniak)	183	204	211	222	246	242	238	234	230	230	230	230
Pigmenty (gł. biel)	37	35	36	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	97	100	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	884,5	920,0	1 051,8	1 050,0	1 104,0	1 158,0	1 212,0	1 266,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0	1 320,0
wykorzystanie mocy	67,0%	69,7%	79,7%	79,5%	83,6%	87,7%	91,8%	95,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	36,2	36,0	36,0	36,8	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
wykorzystanie mocy	95,2%	90,5%	90,0%	90,0%	92,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	494,0	508,3	523,8	560,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	88%	91%	94%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	296,3	316,9	361,5	355,8	372,0	388,2	404,4	420,6	436,8	436,8	436,8	436,8
wykorzystanie mocy	62%	66%	75%	74%	78%	81%	84%	88%	91%	91%	91%	91%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	536,2	591,9	722,9	711,6	744,0	776,4	808,8	841,2	873,6	873,6	873,6	873,6
wykorzystanie mocy	53%	58%	71%	70%	73%	76%	79%	82%	86%	86%	86%	86%
Produkcja U [tys. ton]	291,6	347,4	344,0	397,2	397,2	397,2	397,2	397,2	397,2	397,2	397,2	397,2
wykorzystanie mocy	73%	87%	86%	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]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	1 274,9	1 369,2	1 512,6	1 684,3	1 704,1	1 720,6	1 734,0	1 746,2	1 757,2	1 764,5	1 768,2	1 768,5
Wartości niematerialne i prawne	12,3	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6	49,6
Rzeczowe aktywa trwałe	1 130,5	1 199,3	1 342,7	1 514,4	1 534,2	1 550,7	1 564,1	1 576,3	1 587,3	1 594,5	1 598,2	1 598,6
Aktywa obrotowe	712,8	709,5	788,5	788,8	828,8	848,1	832,9	856,0	911,5	911,3	914,7	908,6
Zapasy	368,4	418,2	462,4	481,6	500,4	504,2	507,9	520,7	533,6	533,6	533,6	533,6
Należności krótkoterminowe	255,2	226,2	260,2	271,0	281,5	283,7	285,8	293,0	300,2	300,2	300,2	300,2
Inwestycje krótkoterminowe	83,7	56,4	57,3	27,7	38,2	51,6	30,6	33,6	69,2	69,0	72,3	66,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	82,2	55,0	55,9	26,3	36,8	50,2	29,2	32,2	67,8	67,6	70,9	64,8
Aktywa razem	1 987,7	2 078,7	2 301,1	2 473,1	2 532,8	2 568,8	2 566,9	2 602,2	2 668,8	2 675,8	2 682,9	2 677,1
Kapitał (fundusz) własny	969,9	1 012,4	1 111,4	1 199,8	1 339,0	1 437,9	1 499,3	1 569,9	1 628,4	1 623,1	1 630,2	1 624,5
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	177,6	198,8	220,3	290,8	370,3	479,6	562,9	637,4	673,9	673,9	673,9	673,9
Zysk (strata) netto okresu	51,5	63,5	141,0	158,9	218,7	208,2	186,4	182,4	204,4	199,2	206,2	200,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	921,4	971,4	1 094,7	1 167,9	1 075,6	1 000,3	924,7	877,2	873,1	873,1	873,1	873,1
Rezerwy na zobowiązania	210,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4	213,4
Zobowiązania długoterminowe	132,7	138,1	138,1	138,1	123,1	93,1	63,1	33,1	13,5	13,5	13,5	13,5
-oprocentowane	59,4	124,6	124,6	124,6	109,6	79,6	49,6	19,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	572,3	619,8	743,1	816,3	739,0	693,7	648,1	630,6	646,1	646,1	646,1	646,1
-oprocentowane	199,0	133,0	183,0	233,0	133,0	83,0	33,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 987,7	2 078,7	2 301,1	2 473,1	2 532,8	2 568,8	2 566,9	2 602,2	2 668,8	2 675,8	2 682,9	2 677,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	2 464,4	2 412,4	2 774,6	2 889,5	3 002,4	3 025,4	3 047,4	3 124,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4	3 201,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 225,8	2 078,4	2 294,5	2 345,4	2 379,4	2 415,2	2 463,0	2 540,3	2 615,0	2 617,2	2 619,5	2 622,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	238,6	334,0	480,1	544,1	623,0	610,1	584,4	584,1	586,4	584,1	581,9	579,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	228,5	259,3	292,3	300,4	308,6	313,3	318,1	325,1	332,1	336,3	340,5	344,8
Zysk (strata) na sprzedaży	10,0	74,8	187,8	243,6	314,4	296,8	266,3	259,0	254,3	247,9	241,4	234,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	46,2	6,0	-8,0	-25,1	-26,3	-27,3	-28,2	-29,6	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	142,0	173,5	258,4	306,9	382,4	365,0	334,5	326,5	352,1	346,3	340,2	333,4
EBIT	56,3	80,8	179,8	218,6	288,1	269,6	238,2	229,4	254,3	247,9	241,4	234,5
Saldo działalności finansowej	-6,7	-17,2	-18,2	-20,7	-13,5	-8,3	-4,1	-0,2	2,0	2,0	2,1	1,9
Zysk (strata) brutto	59,4	74,6	172,7	209,0	285,7	272,4	245,2	240,3	267,4	261,0	254,6	247,5
Zysk (strata) netto	51,5	63,5	141,0	158,9	218,7	208,2	186,4	182,4	204,4	199,2	206,2	200,5

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	219,8	204,5	233,0	271,5	332,5	322,9	297,7	287,4	307,9	307,8	302,9	297,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-158,0	-197,4	-221,1	-259,3	-113,0	-110,4	-108,8	-108,4	-106,8	-103,6	-100,3	-97,3
Przepływy z działalności finansowej	-29,2	-34,6	-11,0	-41,9	-209,0	-199,1	-209,9	-176,0	-165,5	-204,4	-199,2	-206,2
Przepływy pieniężne netto	32,5	-27,4	0,9	-29,7	10,6	13,4	-21,0	3,0	35,5	-0,2	3,4	-6,1
Środki pieniężne na początek okresu	50,8	82,2	55,0	55,9	26,3	36,8	50,2	29,2	32,2	67,8	67,6	70,9
Środki pieniężne na koniec okresu	82,2	55,0	55,9	26,3	36,8	50,2	29,2	32,2	67,8	67,6	70,9	64,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-2,1%	15,0%	4,1%	3,9%	0,8%	0,7%	2,5%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	22,2%	49,0%	18,8%	24,6%	-4,6%	-8,4%	-2,4%	7,8%	-1,7%	-1,8%	-2,0%
EBIT zmiana r/r	43,6%	122,6%	21,5%	31,8%	-6,4%	-11,7%	-3,7%	10,8%	-2,5%	-2,6%	-2,9%
Zysk netto zmiana r/r	23,4%	121,8%	12,7%	37,6%	-4,8%	-10,5%	-2,1%	12,0%	-2,5%	3,6%	-2,8%
Marża brutto na sprzedaży	13,8%	17,3%	18,8%	20,8%	20,2%	19,2%	18,7%	18,3%	18,2%	18,2%	18,1%
Marża EBITDA	7,2%	9,3%	10,6%	12,7%	12,1%	11,0%	10,5%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%
Marża EBIT	3,3%	6,5%	7,6%	9,6%	8,9%	7,8%	7,3%	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%
Marża brutto	3,1%	6,2%	7,2%	9,5%	9,0%	8,0%	7,7%	8,4%	8,2%	8,0%	7,7%
Marża netto	2,6%	5,1%	5,5%	7,3%	6,9%	6,1%	5,8%	6,4%	6,2%	6,4%	6,3%
COGS / przychody	86,2%	82,7%	81,2%	79,2%	79,8%	80,8%	81,3%	81,7%	81,8%	81,8%	81,9%
SG&A / przychody	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,6%	10,8%
SG&A / COGS	12,5%	12,7%	12,8%	13,0%	13,0%	12,9%	12,8%	12,7%	12,8%	13,0%	13,2%
ROE	6,3%	12,7%	13,2%	16,3%	14,5%	12,4%	11,6%	12,6%	12,3%	12,7%	12,3%
ROA	3,1%	6,1%	6,4%	8,6%	8,1%	7,3%	7,0%	7,7%	7,4%	7,7%	7,5%
Dług	257,6	307,6	357,6	242,6	162,6	82,6	19,6	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	21,0%	23,3%	24,3%	16,8%	10,8%	5,4%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	12,4%	13,4%	14,5%	9,6%	6,3%	3,2%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	25,4%	27,7%	29,8%	18,1%	11,3%	5,5%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	202,6	251,7	331,4	205,8	112,4	53,4	-12,7	-67,8	-67,6	-70,9	-64,8
Dług netto / kapitał własny	20,0%	22,6%	27,6%	15,4%	7,8%	3,6%	-0,8%	-4,2%	-4,2%	-4,4%	-4,0%
Dług netto / EBITDA	1,2	1,0	1,1	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBIT	2,5	1,4	1,5	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EV	2 002,6	2 051,7	2 131,4	2 005,8	1 912,4	1 853,4	1 787,3	1 732,2	1 732,4	1 729,1	1 735,2
Dług / EV	12,9%	15,0%	16,8%	12,1%	8,5%	4,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,5%	9,2%	9,4%	3,9%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	173,8%	282,3%	294,3%	121,0%	117,3%	113,9%	112,6%	111,2%	107,4%	103,7%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	3,8%	3,3%	3,2%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Zmiana KO / Przychody	-4,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	185,3%	2,3%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%			
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E*	28,3	12,8	11,3	8,2	8,6	9,7	9,9	8,8	9,0	8,7	9,0
P/BV*	1,8	1,6	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
P/CE*	11,5	8,2	7,3	5,8	5,9	6,4	6,4	6,0	6,0	5,9	6,0
EV/EBITDA*	11,5	7,9	6,9	5,2	5,2	5,5	5,5	4,9	5,0	5,1	5,2
EV/EBIT*	24,8	11,4	9,8	7,0	7,1	7,8	7,8	6,8	7,0	7,2	7,4
EV/S*	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	13,5	14,8	16,0	17,9	19,2	20,0	20,9	21,7	21,6	21,7	21,7
EPS	0,8	1,9	2,1	2,9	2,8	2,5	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7
CEPS	2,1	2,9	3,3	4,2	4,0	3,8	3,7	4,0	4,0	4,1	4,0
FCFPS	0,0	2,7	2,7	2,4	2,2	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	0,0
DPS w okresie	0,31	0,56	0,94	1,06	1,46	1,67	1,49	1,95	2,72	2,66	2,75
Payout ratio	45,2%	66,1%	50,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 24,0 PLN



Dom Maklerski BDM S.A.

ZA PUŁAWY**RAPORT ANALITYCZNY**

Od początku 2015 roku kurs akcji spółki zyskał 27% (WIG -3% YTD, WIG-Chemia +37% YTD) dzięki wysokiej dynamice wzrostu wyników w 1H'15. Spółka jest największym konsumentem gazu w Grupie Azoty i najwięcej korzysta na jego obniżce. Niemniej wysoka ekspozycja na relatywnie słabszy w ostatnim czasie biznes nawozów azotowych (w październiku'15 mocznik poniżej 250 USD/t czyli najniżej od 2010 roku, brak perspektywy szybkiej poprawy- wzrost mocy produkcyjnych do 2019 roku CAGR 4% wobec wzrostu popytu o 2% wg IFA) i kaprolaktam (załamanie rynku w 3Q'15- utrata wolumenów) skłania nas do obniżenia rekomendacji dla spółki z Akumuluj do TRZYMAJ wyznaczając jednocześnie cenę docelową na 175 PLN/akcję.

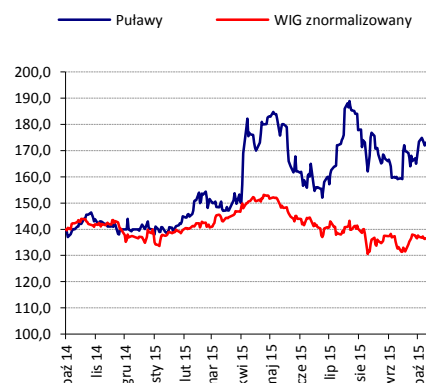
Mimo relatywnie trudniejszego otoczenia w biznesie nawozów azotowych (spadek cen mocznika o 17% r/r, 3% q/q, spadek RSM o 4% r/r, 8% q/q) czy kaprolaktamie (-16% r/r, -6% q/q) spółka powinna poprawić wyniki dzięki niższym kosztom gazu (spadek taryfy PGNiG o 16% r/r i 6% q/q), choć dynamika wzrostu nie będzie tak duża jak w pozostałych spółkach z Grupy Azoty (oprócz słabego wyniku w ZAK związanego z przedłużonym postojem remontowym). Spadek przychodów r/r to głównie efekt niższych cen nawozów azotowych i fatalnego kwartału w kaprolaktamie, także pod względem wolumenów (produkcja GUS w 3Q'15 -13% r/r). Nieźle powinno być w melaminie i nawozach wieloskładnikowych (Fosfory Gdańskie), co w części zrekomensuje ubytek marży w tworzywach.

Spółka największy program inwestycyjny zrealizowała w latach 2011-2013 (ponad 1 mld PLN). Dotyczył on głównie modernizacji ciągu produkcyjnego tlenownia-amoniak-mocznik (0,5 mld PLN- poprawa efektywności, wzrost mocy produkcyjnych) i budowy pionierskiej w Polsce instalacji odsiarczania spalin (250 mln PLN, dostosowanie do wymogów środowiskowych). Obecnie wydatki są już mniejsze (w latach 2014-2015 nie przekraczają 250 mln PLN rocznie). Kolejny duży program inwestycyjny jest zaplanowany na 2016-2019 i będzie dotyczył w szczególności 3 dużych projektów: granulacji mechanicznej nawozów na bazie saletry amonowej (budżet 385 mln PLN, koniec w 2019 roku), modernizacji instalacji kwasu azotowego (budżet 695 mln PLN, koniec 2021 rok- wzrost mocy o ok. 40%, zmniejszenie zużycia amoniaku o 3% i energii o 10-12%). Największa inwestycja to nowa elektrociepłownia gazowa o mocy 400 MWe i 320 MWt (projekt w SPV, nieuwzględniony w bieżącym cash flow spółki- osobny DCF).

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	3 981,8	3 797,9	3 664,5	3 478,9	3 352,6	3 602,3
EBITDA [mln PLN]	620,5	478,3	393,9	515,5	440,7	595,2
EBIT [mln PLN]	504,6	340,0	245,6	357,7	275,3	415,2
Wynik netto [mln PLN]	487,1	304,6	224,5	330,1	226,4	339,7
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
P/E	7,0	11,2	15,2	10,3	15,0	10,0
EV/EBITDA	4,8	6,3	7,8	5,7	7,0	5,2
EV/EBIT	5,9	8,9	12,6	8,3	11,2	7,5

TRZYMAJ
(POPRIEDNIO: AKUMULUJ)
WYCENA 175 PLN
6 LISTOPAD 2015

Wycena DCF [PLN]	171
W tym EC400	10
Wycena porównawcza [PLN]	180
Wycena końcowa [PLN]	175
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	178
Kapitalizacja [mln PLN]	3 402,5
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	189
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	152
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	26,6%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%



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 2015-2024 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 171 PLN (w tym 10 PLN to wartość EC400). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 180 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 175 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	171
W tym wycena EC400*		10
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	180

Wycena spółki [PLN] 175

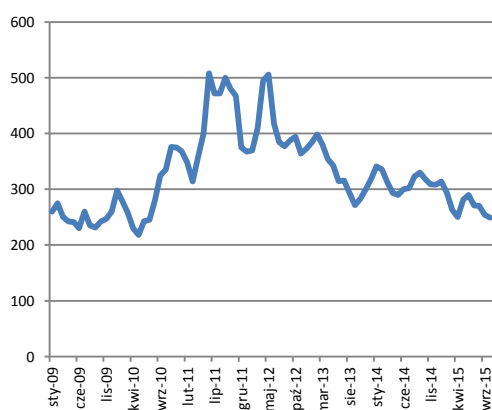
Źródło: BDM S.A. * przy założeniu wsparcia dla kogeneracji po 2020 roku.

Obniżamy rekomendację dla Puław z Akumuluj do TRZYMAJ wskazując na:

- wzrost kursu akcji;
- relatywnie gorsze otoczenie w nawozach azotowych niż wieloskładnikowych (niskie ceny, brak perspektyw poprawy- do 2019 roku globalny wzrost mocy CAGR 4% vs popyt 2%);
- załamanie rynku kaprolaktamu w 3Q'15 (do niskich cen doszedł spadek wolumenu) i brak perspektyw poprawy w 2016 roku z uwagi na nadpodaż z Chin (dopiero od 2017 roku spółka będzie sprzedawać kaprolaktam do nowej instalacji w Tarnowie);
- duży program inwestycyjny w latach 2016-2021 negatywnie wpływający na dywidendę
- wzrost kosztów ETSIII (z 7 EUR/EUA na 9 EUR/EUA).

Z drugiej strony spółka jest handlowana z dyskontem do głównych producentów nawozów, ma najbardziej doinwestowany i elastyczny majątek produkcyjny w Grupie Azoty i płaci najwyższą dywidendę.

Mocznik [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Kaprolaktam [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-13% r/r w 2015 roku, -16% r/r w 2016 roku) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności 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 (8,1 USD/MMBTU w 3Q'15) niż w Europie (6,8 USD/MMBTU), choć dysproporcja wyraźnie się zmniejszyła w ostatnim czasie. 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 ok. 3 USD/MMBTU, a w USA ok. 2-3 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 2019 roku moce produkcyjne w moczniku wzrosną średniorocznie o 4% r/r. Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 2%) 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 3 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. Obecnie buforem bezpieczeństwa dla europejskich producentów jest niski kurs EUR/USD.

▪ 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. W rezultacie szacujemy, że wolumeny sprzedaży kaprolaktamu w spółce spadały w 3Q'15 w tempie dwucyfrowym. Niemniej w Tarnowie trwa inwestycja w Poliamid 6 (koniec 2016/2017), co zapewni zbytni kaprolaktam z Puław (wydłużenie łańcucha produktowego w GA).

▪ 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

Grupa Azoty z uwagi na potrzeby kapitałowe, niski free float (4,1%) i chęć pozostawienia spółki na giełdzie (brak squeeze out, kwestie społeczne) mogłaby podjąć decyzję o emisji akcji z pozbawieniem prawa poboru na realizację dużych, strategicznych projektów (np. emisja na przejęcie Anwil- doniesienia prasowe w 2014 roku), co negatywnie odbiłoby się na wycenie spółki.

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Na koniec 2014 roku w spółce pracowało 4,5 tys. ludzi (+1,7% r/r) z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych (+2,6% r/r). Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowiły ponad 12% 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. 9 EUR/t (poprzednio 7 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 40-60 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wzrostu cen uprawnień wskutek działań KE. Poza tym w swoich prognozach nie zakładamy ETSIV (po 2020 roku) z uwagi na brak szczegółów.

WYCENA DCF

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

Główne zmiany w modelu (szczegóły strony 61-67):

Wolumeny

Podnieśliśmy założenia wolumenowej sprzedaży nawozów biorąc pod uwagę mocne 1H'15 i minione kwartały (zakładamy więcej RSM niż saletry). W przypadku kaprolaktamu w związku ze słabą koniunkturą (nadpodaż z rynków azjatyckich) obniżyliśmy nasze założenia o ok. 8% na lata 2015 i dalej.

Ceny produktów

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów do 3Q'15 (mocznik, RSM, saletra 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.

Ceny surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych surowców do 3Q'15. Prognozy opieramy głównie o aktualną krzywą kontraktów terminowych dla ropy naftowej Brent, cen gazu w Europie (TTF, Zeebrugge) i kursów walut

Po 3 obniżkach taryfy gazowej w 2015 roku średnioroczna cena spadnie o ok. 13% r/r w 2015 roku. Dalej koszty gazu uzależniamy od notowań ropy naftowej (krzywa terminowa), cen gazu w Europie (TTF- krzywa terminowa) i kursów walut (krzywa terminowa). W rezultacie w 2016 roku średnia cena gazu spadnie o ok. 16% r/r, a w 2017 roku o kolejne 6% r/r. Tym samym zbliży się do notowań TTF (6,5-7,0 USD/MMBTU).

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Największy CAPEX spółka realizowała w latach 2011-2013. W 2014-2015 nakłady inwestycyjne były/są mniejsze (ok. 230 mln PLN w 2014, ok. 250 mln PLN w 2015P). Spółka przygotowuje się do kolejnego programu inwestycyjnego w latach 2016-2019P (nowy kwas azotowy, granulacja mechaniczna nawozów). Najdroższy projekt (elektrociepłownia gazowa 400 MWe, 320 MWt) ma powstać w 2017-2019P. Wydatki na ten cel uwzględniliśmy osobno (SPV).

ETS III

Zaktualizowaliśmy potrzeby spółki w ramach ETSIII (artykuł 10a i 10c Dyrektywy EU ETS). W najbliższych latach spółka będzie miała deficyt praw emisyjnych w wysokości 1,2-1,4 mln, co obciąży wyniki spółki kwotą 40-60 mln PLN rocznie (przy cenie 8 EUR/EUA). Nie zakładamy ETSIV (po 2020 roku)!

Dywidenda

Z zysku za rok obrotowy 2014/2013 rok (koniec 31.12.2014- nietypowo 6 kwartałów) spółka wypłaciła 134,4 mln PLN dywidendy (DPS 7,03 PLN, ok. 51% zysku netto, DY ok. 4%). Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2016-2019 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła 60% (DY 4-6%) a po zakończeniu kluczowych inwestycji (w 2021 roku) 100% (DY ok. 9%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2015-2024 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 6 listopada 2015

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,27 mld PLN (w tym EC400 182 mln PLN). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 171 PLN (w tym EC400 10 PLN).

Model DCF

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 664,5	3 478,9	3 352,6	3 602,3	3 589,9	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3
EBIT [mln PLN]	245,6	357,7	275,3	415,2	412,2	351,0	320,5	407,6	388,4	375,8	363,1
Stopa podatkowa	14%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	35,6	68,0	52,3	78,9	78,3	66,7	60,9	77,4	73,8	71,4	69,0
NOPLAT [mln PLN]	210,0	289,8	223,0	336,3	333,9	284,3	259,6	330,2	314,6	304,4	294,1
Amortyzacja [mln PLN]	148,3	155,9	165,4	180,0	194,5	205,5	210,7	211,0	211,3	211,5	211,6
CAPEX [mln PLN]	-229,3	-247,0	-318,5	-399,9	-348,2	-334,0	-215,5	-214,8	-214,0	-213,3	-212,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-122,4	21,6	14,7	-29,1	1,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	6,6	220,3	84,6	87,4	181,7	155,6	254,8	326,4	311,8	302,6	293,1
DFCF [mln PLN]		217,4	76,6	72,6	138,4	108,8	163,4	192,1	168,3	149,8	133,2
Suma DFCF [mln PLN]		1 420,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 256,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 479,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 900,3									
Dług netto [mln PLN]*		-183,3									
Wartość kapitału [mln PLN]		3 083,6									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		161,3									

Przychody zmiana r/r	-5,1%	-3,6%	7,4%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	45,6%	-23,0%	50,8%	-0,7%	-14,9%	-8,7%	27,2%	-4,7%	-3,2%	-3,4%	
FCF zmiana r/r	3251,2%	-61,6%	3,3%	107,9%	-14,3%	63,7%	28,1%	-4,5%	-3,0%	-3,1%	
Marża EBITDA	14,8%	13,1%	16,5%	16,9%	15,5%	14,8%	17,2%	16,7%	16,4%	16,0%	
Marża EBIT	10,3%	8,2%	11,5%	11,5%	9,8%	8,9%	11,4%	10,8%	10,5%	10,1%	
Marża NOPLAT	8,3%	6,7%	9,3%	9,3%	7,9%	7,2%	9,2%	8,8%	8,5%	8,2%	
CAPEX / Przychody	7,1%	9,5%	11,1%	9,7%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	
CAPEX / Amortyzacja	158,4%	192,5%	222,2%	179,0%	162,5%	102,3%	101,8%	101,3%	100,9%	100,5%	
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	-0,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%						

Źródło: BDM S.A. DN z końca 2014 roku powiększony o wypłatę dywidendy 134,4 mln PLN (czerwiec'15)

** - bez uwzględniania EC400 (osobna wycena)

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

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	162,2	170,7	181,2	194,6	212,0	235,8	270,1	324,1	421,3
	0,8	154,1	161,6	170,7	182,1	196,7	216,2	243,5	284,4	352,6
	0,9	146,9	153,4	161,3	171,1	183,4	199,6	221,7	253,5	303,6
	1,0	140,2	146,0	152,9	161,3	171,9	185,4	203,5	228,8	266,8
	1,1	134,1	139,2	145,3	152,6	161,7	173,2	188,2	208,6	238,2
	1,2	128,6	133,1	138,4	144,8	152,7	162,4	175,0	191,8	215,3
	1,3	123,4	127,4	132,2	137,8	144,6	153,0	163,7	177,6	196,6

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%	171,0	180,8	193,1	208,9	229,9	259,3	303,5	377,1	524,3
	4,0%	154,1	161,6	170,7	182,1	196,7	216,2	243,5	284,4	352,6
	5,0%	140,2	146,0	152,9	161,3	171,9	185,4	203,5	228,8	266,8
	6,0%	128,6	133,1	138,4	144,8	152,7	162,4	175,0	191,8	215,3
	7,0%	118,6	122,2	126,4	131,4	137,4	144,6	153,7	165,4	181,0
	8,0%	110,2	113,1	116,4	120,3	124,9	130,4	137,2	145,7	156,5
	9,0%	102,8	105,2	107,8	111,0	114,6	118,9	124,0	130,3	138,2

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%	240,7	229,0	218,5	208,9	200,0	191,9	184,4	177,5	171,1
	4,0%	215,2	202,9	191,9	182,1	173,2	165,1	157,7	151,0	144,8
	5,0%	194,6	182,1	171,1	161,3	152,6	144,8	137,8	131,4	125,6
	6,0%	177,5	165,1	154,3	144,8	136,5	129,0	122,4	116,4	111,0
	7,0%	163,2	151,0	140,5	131,4	123,4	116,4	110,1	104,5	99,5
	8,0%	151,0	139,1	129,0	120,3	112,7	106,0	100,2	94,9	90,2
	9,0%	140,5	129,0	119,3	111,0	103,8	97,5	91,9	87,0	82,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 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 6 listopada 2015 roku.

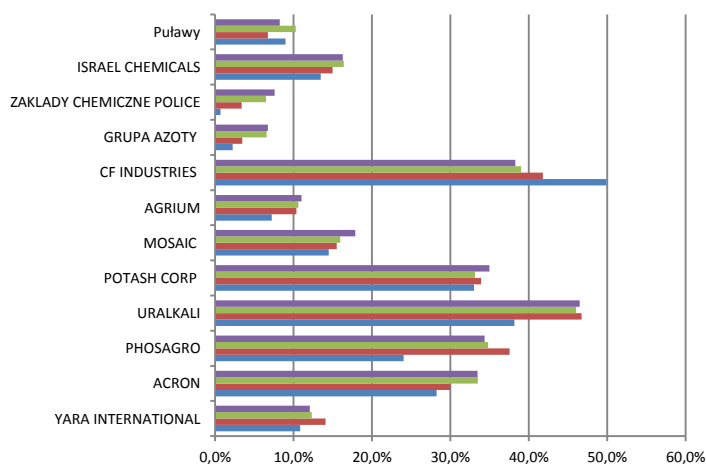
Porównując wyniki Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3,4 mld PLN, co odpowiada 180 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 178 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z dyskontem do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
YARA INTERNATIONAL	10,6	11,0	11,0	5,3	5,9	5,7	7,2	8,3	8,1
ACRON	5,3	4,9	3,8	4,1	4,0	3,1	4,8	4,0	3,5
PHOSAGRO	7,3	6,6	6,1	5,2	5,0	4,7	6,0	6,2	5,6
URALKALI	7,6	8,0	7,9	6,9	6,5	6,2	8,5	8,0	7,5
POTASH CORP	12,6	12,7	11,9	8,0	7,9	7,6	10,7	11,1	10,1
MOSAIC	10,6	10,6	9,2	6,3	6,1	5,3	9,6	9,1	7,7
AGRIUM	13,0	12,0	10,9	8,3	7,8	7,3	11,0	10,3	9,3
CF INDUSTRIES	11,6	9,6	9,0	7,6	6,7	6,2	9,2	8,3	7,7
GRUPA AZOTY	19,6	22,0	13,1	8,9	8,7	6,3	15,7	16,2	9,9
ZAKŁADY CHEMICZNE POLICE	12,8	11,3	8,2	7,9	6,9	5,2	11,4	9,8	7,0
ISRAEL CHEMICALS	11,2	10,1	10,3	7,4	7,1	7,1	11,6	10,0	10,0
MEDIANA	11,2	10,6	9,2	7,4	6,7	6,2	9,6	9,1	7,7
 ZA PUŁAWY	 10,3	 15,0	 10,0	 5,7	 7,0	 5,2	 8,3	 11,2	 7,5
Premia/dyskonto do spółki	-7,6%	41,4%	9,4%	-22,8%	4,8%	-15,2%	-13,8%	22,1%	-2,7%
 Wycena wg wskaźnika	 192,7	 125,9	 162,8	 223,8	 170,6	 207,2	 202,8	 149,0	 182,5
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		160,5			200,5			178,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	179,7								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 06.11.2015.

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

PROGNOZA WYNIKÓW NA 3Q'15

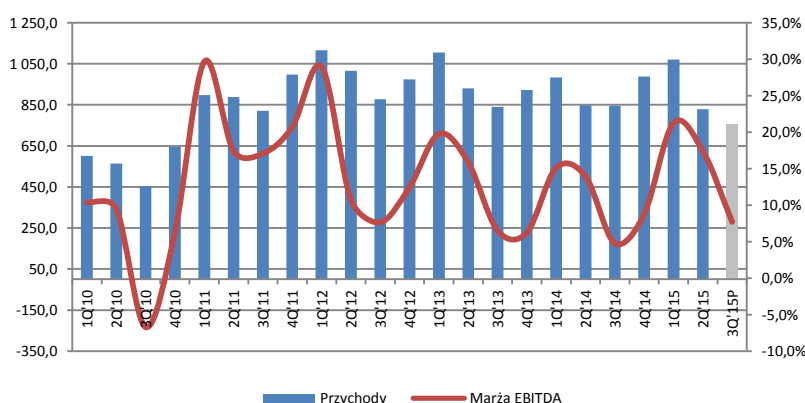
Mimo relatywnie trudniejszego otoczenia w biznesie nawozów azotowych (spadek cen mocznika o 17% r/r, 3% q/q, spadek RSM o 4% r/r, 8% q/q) czy kaprolaktamie (-16% r/r, -6% q/q) spółka powinna poprawić wyniki dzięki niższym kosztom gazu (spadek taryfy PGNiG o 16% r/r i 6% q/q), choć dynamika wzrostu nie będzie tak duża jak w pozostałych spółkach z Grupy Azoty (oprócz słabego wyniku w ZAK związanego z przedłużonym postojem remontowym). Spadek przychodów r/r to głównie efekt niższych cen nawozów azotowych i fatalnego kwartału w kaprolaktamie, także pod względem wolumenów (produkcja GUS w 3Q'15 -13% r/r). Nieźle powinno być w melaminie i nawozach wieloskładnikowych (Fosfory Gdańskie), co w części zrekomensuje ubytek marży w tworzywach. Reasumując, oczekujemy 58 mln PLN skonsolidowanej EBITDA (+44% r/r) przy 755 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-11% r/r).

Prognozy wyników na 3Q'2015

	3Q'14	3Q'15P	zmiana r/r	1-3Q'14	1-3Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r
Przychody	846,2	755,3	-10,7%	2 677,1	2 653,4	-0,9%	3 664,5	3 478,9	-5,1%
Wynik brutto na sprzedaży	113,1	138,3	22,2%	517,9	657,8	27,0%	698,1	846,3	21,2%
EBITDA	40,5	58,2	44,0%	307,5	430,0	39,8%	393,9	515,5	30,8%
EBIT	1,0	19,3	1896,4%	191,7	311,2	62,4%	245,6	357,7	45,6%
Zysk brutto	3,5	23,5	565,9%	206,0	322,6	56,6%	264,0	373,3	41,4%
Zysk netto	2,3	19,0	716,7%	173,2	289,0	66,9%	224,5	330,1	47,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,4%	18,3%		19,3%	24,8%		19,1%	24,3%	
Marża EBITDA	4,8%	7,7%		11,5%	16,2%		10,8%	14,8%	
Marża EBIT	0,1%	2,6%		7,2%	11,7%		6,7%	10,3%	
Marża zysku netto	0,3%	2,5%		6,5%	10,9%		6,1%	9,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]



W 3Q'15 oczekujemy utrzymania 30-40-procentowej dynamiki wzrostu r/r EBITDA głównie wskutek niższych cen gazu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. LS- przychody, PS- marża EBITDA.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

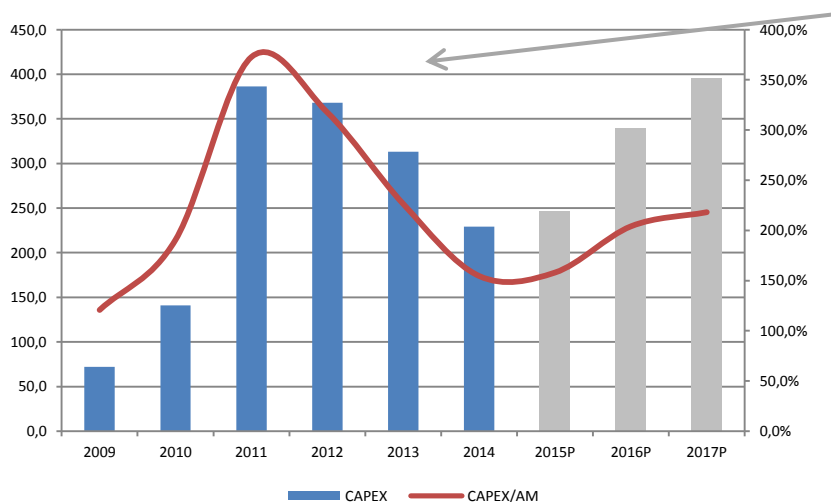
Spółka największy program inwestycyjny zrealizowała w latach 2011-2013 (ponad 1 mld PLN). Dotyczył on głównie modernizacji ciągu produkcyjnego tlenownia-amoniak-mocznik (0,5 mld PLN- poprawa efektywności, wzrost mocy produkcyjnych) i budowy pionierskiej w Polsce instalacji odsiarczania spalin (250 mln PLN, dostosowanie do wymogów środowiskowych). Obecnie wydatki są już mniejsze (w latach 2014-2015 nie przekraczają 250 mln PLN rocznie). Kolejny duży program inwestycyjny jest zaplanowany na 2016-2019 i będzie dotyczył w szczególności 3 dużych projektów: granulacji mechanicznej nawozów na bazie saletry amonowej (budżet 385 mln PLN, koniec w 2019 roku), modernizacji instalacji kwasu azotowego (budżet 695 mln PLN, koniec 2021 rok- wzrost mocy o ok. 40%, zmniejszenie zużycia amoniaku o 3% i energii o 10-12%). Największa inwestycja to nowa elektrociepłownia gazowa o mocy 400 MWe i 320 MWt (projekt w SPV, nieuwzględniony w bieżącym cash flow spółki- osobny DCF).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	RAZEM
IOS	250,0	8,0									8,0
Produkcja nawozów płynnych na bazie mocznika i siarczanu amonu	69,5	30,3									30,3
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	137,5	47,4	39,1								86,5
Budowa stokażu amoniaku 15k	108,5	46,6	20,1								66,7
Wymiana turbozespołu TG2	99,0				39,6	59,4					99,0
Budowa terminalu przeładunkowego w GZNF	6,7			6,7							6,7
Terminal przeładunkowo-magazynowy siarki w GZNF	40,0				40,0						40,0
Budowa bazy magazynowej RSM w Czulchowcie	6,2		0,4	5,8							6,2
Kompresor wodoru 1900 Nm3	12,5			12,5							12,5
Wymiana strippera w sekcji Mocznika 2	12,7			12,7							12,7
Zakup 380 zbiorników do RSM	21,6	12,2	9,4								21,6
Instalacja ATS (tiosiarczan amonu)	120,0			60,0	60,0						120,0
EC 400MWe*	1 125,0					112,5	562,5	450,0			1 125,0
Kwas azotowy	695,0				25,0	115,0	200,0	135,0	115,0	105,0	695,0
Granulacja mechaniczna nawozów	385,0			50,0	75,0	120,0	45,0	95,0			385,0
Odtworzeniowy, pozostałe	168,8	160,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1 029,1
amortyzacja	138,4	148,3	155,9	166,1	181,2	195,4	206,1	211,0	211,2		1 613,6
RAZEM	313,3	229,3	247,7	339,6	506,9	907,5	780,0	215,0	205,0		3 744,3
RAZEM bez EC 400	313,3	229,3	247,7	339,6	394,4	345,0	330,0	215,0	205,0		2 619,3

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

Program inwestycyjny [mln PLN]



Największy program inwestycyjny przypadł na lata 2011-2013

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

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2016

Podniesienie prognoz na 2015 rok wynika głównie z niższych kosztów gazu, korzystniejszych kursów walutowych, a także wyższych od oczekiwań wolumenów sprzedaży, głównie RSM. Obniżenie na 2016 rok wynika z gorszego otoczenia w nawozach azotowych (spadek marż saletra/mocznik, RSM) i gorszej sytuacji w kaprolaktamie (nadpodaż z Chin).

Zmiana założeń na lata 2015-2016 [mln PLN]

	2014			2015P			2016P		
	Poprzednio*	Faktycznie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana	Poprzednio*	Obecnie	zmiana
Przychody	3 423,8	3 664,5	7,0%	3 372,3	3 478,9	3,2%	3 414,1	3 352,6	-1,8%
EBITDA	420,2	393,9	-6,2%	393,3	515,5	31,1%	488,8	440,7	-9,8%
EBIT	269,3	245,6	-8,8%	235,4	357,7	52,0%	327,0	275,3	-15,8%
Zysk netto	236,5	224,5	-5,1%	194,1	330,1	70,1%	268,3	226,4	-15,6%
Marża EBITDA	12,3%	10,8%		11,7%	14,8%		14,3%	13,1%	
Marża EBIT	7,9%	6,7%		7,0%	10,3%		9,6%	8,2%	
Marża netto	6,9%	6,1%		5,8%	9,5%		7,9%	6,8%	
Pszenica [USD/100bu]	583,8	588,3	0,8%	596,4	508,1	-14,8%	655,2	511,4	-21,9%
Ropa naftowa [USD/bbl]	108,6	99,5	-8,3%	106,6	54,7	-48,7%	103,1	53,5	-48,1%
Gaz taryfa [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	0,0%	1 206,4	1 114,6	-7,6%	1 138,2	947,9	-16,7%
EUR/PLN	4,19	4,18	-0,1%	4,10	4,18	2,0%	4,00	4,30	7,5%
USD/PLN	3,09	3,15	2,1%	3,04	3,77	24,0%	2,96	3,90	31,9%
Mocznik [USD/t]	311,1	313,6	0,8%	320,0	272,3	-14,9%	340,0	260,0	-23,5%
Saletra amonowa [EUR/t]	325,3	313,7	-3,6%	340,6	315,2	-7,5%	361,9	294,8	-18,5%
NPK [USD/t]	352,2	344,1	-2,3%	400,0	326,3	-18,4%	400,0	330,0	-17,5%
Kaprolaktam [EUR/t]	1 925,8	1 902,1	-1,2%	1 933,3	1 600,8	-17,2%	1 933,3	1 600,0	-17,2%
Melamina [EUR/t]	1 371,8	1 331,2	-3,0%	1 400,0	1 347,8	-3,7%	1 400,0	1 353,0	-3,4%
Benzen [EUR/t]	1 014,5	995,2	-1,9%	996,4	660,0	-33,8%	963,6	733,7	-23,9%
Wolumen mocznik	525,7	551,7	4,9%	525,7	550,8	4,8%	525,7	550,8	4,8%
Wolumen RSM	530,9	568,7	7,1%	477,8	583,5	22,1%	482,6	589,3	22,1%
Wolumen saletra	754,3	786,4	4,3%	716,6	767,1	7,0%	702,3	751,7	7,0%
Wolumen kaprolaktam	64,0	62,5	-2,4%	64,0	58,8	-8,1%	64,0	58,8	-8,1%
Wolumen melamina	79,4	78,7	-0,9%	81,0	81,0	0,0%	82,6	82,6	0,1%

Źródło: BDM S.A. *- prognozy z dnia 08.08.2014

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024

Główne założenia kwartalne

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	738,5	695,4	650,0	655,3	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	494,3
Pszenica [USD/t]	271,4	255,5	238,8	240,8	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	181,6
Ropa Brent [USD/bbl]	112,6	103,4	109,7	109,4	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	48,8
Gaz HH[USD/MMBTU]	3,5	4,0	3,6	3,9	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Gaz EU [USD/MMBTU]	11,0	10,3	10,1	10,8	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	6,3
Gaz PL [USD/MMBTU]	11,3	11,0	11,1	11,5	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7
Ceny produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	360,9	328,6	295,8	272,6	323,8	317,3	294,2	319,7	346,7	319,0	297,9	297,2
RSM [USD/t]	233,0	207,3	172,9	163,1	199,7	175,0	171,3	185,3	221,7	178,7	164,0	163,6
Mocznik [USD/t]	387,2	337,2	293,5	300,6	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	260,0
siarczan amonu [USD/t]	185,2	152,1	123,7	132,0	143,2	123,6	143,7	143,9	151,3	147,2	139,4	125,8
NPK 16-16-16 [USD/t]	406,7	409,2	393,0	304,2	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	330,0
Chemia												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 946,5	1 947,0	1 927,4	1 851,5	1 903,3	1 933,3	1 952,7	1 819,2	1 531,7	1 736,7	1 634,7	1 500,0
Melamina [EUR/t]	1 431,7	1 455,0	1 386,7	1 357,0	1 353,0	1 334,3	1 304,2	1 333,3	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 353,0
Cena surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 252,4	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7
Fosforyty [USD/t]	162,5	162,5	155,8	111,3	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,4
Sól potasowa [USD/t]	412,4	405,0	388,3	311,5	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	300,0
Benzen [EUR/t]	1 082,3	1 023,7	969,1	917,6	1 013,0	1 009,9	1 062,8	895,2	544,6	725,3	695,8	674,4
Węgiel [PLN/t]	267,3	267,3	267,3	267,3	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3
Energia [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,15	4,20	4,25	4,18	4,18	4,17	4,18	4,21	4,19	4,09	4,19	4,26
USD/PLN	3,13	3,21	3,21	3,07	3,05	3,04	3,15	3,37	3,72	3,69	3,77	3,90
EUR/USD	1,33	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13	1,11	1,11	1,09
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Nawozy												
Saletra amonowa	948,9	828,5	705,2	589,3	807,4	774,7	681,1	799,6	928,0	802,7	775,4	801,7
RSM	503,2	406,7	271,0	218,8	375,0	269,0	255,2	320,7	487,6	309,0	289,9	306,7
Mocznik	504,3	369,9	227,2	209,7	298,4	185,3	294,6	342,6	400,9	362,0	387,0	412,1
siarczan amonu	137,5	173,1	83,7	86,8	101,8	9,4	68,5	9,6	182,1	181,6	160,9	100,3
NPK	443,8	470,2	444,1	268,3	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	527,2
Chemia												
Kaprolaktam	3 585,3	3 876,5	4 069,6	3 906,7	3 724,3	3 847,3	3 715,6	3 893,1	4 138,2	4 133,0	3 931,7	3 514,8
Melamina	3 809,0	3 947,3	3 748,6	3 535,0	3 537,0	3 432,8	3 318,8	3 495,3	3 575,1	3 550,2	3 830,3	3 957,0

Źródło: BDM S.A.

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P
Przychody	1 105,1	930,2	839,8	922,8	983,4	847,5	846,2	987,4	1 070,4	827,8	755,3	825,4
Nawozy	707,6	600,2	509,6	584,5	656,0	533,7	508,1	604,5	742,7	499,1	459,3	508,2
Saletra amonowa	334,3	212,5	217,5	260,6	312,7	227,0	209,0	287,8	327,4	205,9	212,3	270,4
RSM	167,1	169,2	114,6	105,3	106,1	116,3	107,8	102,6	150,1	102,1	103,5	91,5
Mocznik Pulrea	60,6	31,2	53,5	86,6	133,6	91,9	7,3	73,4	122,3	87,5	53,9	62,4
Siarczan amonu/ATS	26,5	19,6	16,1	18,5	20,6	15,5	20,0	20,7	25,8	21,6	19,5	20,9
NPK	60,3	95,2	55,7	48,0	51,0	42,0	65,0	54,0	75,0	55,0	70,2	63,0
Chemia	337,1	297,7	300,1	307,0	299,0	303,4	307,4	309,6	294,3	316,7	282,7	300,6
Kaprolaktam	132,8	114,0	118,6	123,8	119,3	115,0	131,0	122,0	105,0	109,0	89,8	97,0
Melamina	110,8	98,0	102,6	103,4	88,4	101,0	85,0	99,0	96,0	99,0	104,8	119,7
Mocznik Pulnox	69,4	60,0	49,5	51,5	69,6	60,0	62,0	61,0	65,0	76,0	61,7	58,8
Udział												
Nawozy	64,0%	64,5%	60,7%	63,3%	66,7%	63,0%	60,1%	61,2%	69,4%	60,3%	60,8%	61,6%
Saletra amonowa	30,3%	22,8%	25,9%	28,2%	31,8%	26,8%	24,7%	29,1%	30,6%	24,9%	28,1%	32,8%
RSM	15,1%	18,2%	13,6%	11,4%	10,8%	13,7%	12,7%	10,4%	14,0%	12,3%	13,7%	11,1%
Mocznik Pulrea	5,5%	3,4%	6,4%	9,4%	13,6%	10,8%	0,9%	7,4%	11,4%	10,6%	7,1%	7,6%
Siarczan amonu/ATS	2,4%	2,1%	1,9%	2,0%	2,1%	1,8%	2,4%	2,1%	2,4%	2,6%	2,6%	2,5%
NPK	5,5%	10,2%	6,6%	5,2%	5,2%	5,0%	7,7%	5,5%	7,0%	6,6%	9,3%	7,6%
Chemia	30,5%	32,0%	35,7%	33,3%	30,4%	35,8%	36,3%	31,4%	27,5%	38,3%	37,4%	36,4%
Kaprolaktam	12,0%	12,3%	14,1%	13,4%	12,1%	13,6%	15,5%	12,4%	9,8%	13,2%	11,9%	11,7%
Melamina	10,0%	10,5%	12,2%	11,2%	9,0%	11,9%	10,0%	10,0%	9,0%	12,0%	13,9%	14,5%
Mocznik Pulnox	6,3%	6,5%	5,9%	5,6%	7,1%	7,1%	7,3%	6,2%	6,1%	9,2%	8,2%	7,1%
Zmiana r/r	-0,9%	-8,4%	-4,3%	-5,2%	-11,0%	-8,9%	0,8%	7,0%	8,9%	-2,3%	-10,7%	-16,4%
Nawozy	-1,7%	-8,2%	-9,2%	-3,6%	-7,3%	-11,1%	-0,3%	3,4%	13,2%	-6,5%	-9,6%	-15,9%
Saletra amonowa	33,7%	11,9%	8,8%	-3,5%	-6,5%	6,8%	-3,9%	10,5%	4,7%	-9,3%	1,6%	-6,1%
RSM	39,3%	-11,0%	-23,6%	-12,2%	-36,5%	-31,2%	-5,9%	-2,6%	41,5%	-12,2%	-4,0%	-10,8%
Mocznik Pulrea	-53,4%	-74,0%	-30,1%	-24,9%	120,6%	194,4%	-86,4%	-15,2%	-8,5%	-4,8%	640,5%	-15,1%
Siarczan amonu/ATS	5,7%	-32,9%	-18,6%	-32,6%	-22,5%	-21,2%	24,4%	11,5%	25,7%	39,9%	-2,6%	0,9%
NPK	-13,9%	30,4%	-41,6%	-13,7%	-15,4%	-55,9%	16,7%	12,5%	47,1%	31,0%	7,9%	16,8%
Chemia	-2,4%	-7,1%	5,4%	-7,2%	-11,3%	1,9%	2,4%	0,8%	-1,6%	4,4%	-8,0%	-2,9%
Kaprolaktam	-21,9%	-24,0%	48,3%	-1,7%	-10,2%	0,9%	10,5%	-1,5%	-12,0%	-5,2%	-31,5%	-20,5%
Melamina	43,9%	40,0%	14,0%	0,8%	-20,2%	3,1%	-17,2%	-4,3%	8,6%	-2,0%	23,3%	20,9%
Mocznik Pulnox	-3,6%	-18,9%	-34,3%	-32,5%	0,3%	0,0%	25,3%	18,4%	-6,6%	26,7%	-0,5%	-3,7%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	574,9	523,0	467,9	535,9	569,2	477,0	476,1	498,3	609,2	448,9	469,1	498,3
Saletra amonowa	223,3	154,1	173,2	228,5	230,8	171,7	170,2	213,7	225,3	157,9	170,2	213,7
RSM	166,7	194,4	156,0	154,4	127,0	159,6	150,7	131,3	161,5	139,9	150,7	131,3
Mocznik Pulrea	92,0	62,0	54,0	56,0	115,0	65,1	54,0	61,6	115,0	65,1	54,0	61,6
Siarczan amonu/ATS	45,8	40,1	40,6	45,7	47,0	41,2	44,2	42,6	45,8	39,8	37,1	42,6
NPK	47,1	72,4	44,2	51,4	49,3	39,5	57,1	49,0	61,6	46,2	57,1	49,0
Chemia	95,4	89,0	88,2	94,0	104,0	103,1	96,1	94,0	96,9	110,6	93,4	94,0
Kaprolaktam	17,3	15,2	15,4	17,3	16,9	14,6	15,8	15,2	16,4	14,1	13,1	15,2
Melamina	20,7	18,4	20,2	20,9	18,0	21,4	18,5	20,8	20,4	21,3	18,5	20,8
Mocznik Pulnox	57,3	55,4	52,6	55,8	69,1	67,1	61,8	58,0	60,1	75,2	61,8	58,0
Produkcja NH3 [tys. ton]	331,9	283,6	277,2	308,7	331,5	294,9	274,7	294,7	343,3	285,3	270,9	294,7

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

Główne założenia roczne

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Główne założenia													
Pszenica [USD/100bu]	750,4	684,8	588,3	508,1	511,4	538,0	548,9	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Pszenica [USD/t]	275,7	251,6	216,2	186,7	187,9	197,7	201,7	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5	220,5
Ropa Brent [USD/bbl]	111,7	108,7	99,5	54,7	53,5	58,2	61,0	62,8	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Gaz HH [USD/MMBTU]	2,8	3,7	4,3	2,7	2,8	3,0	3,1	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz EU [USD/MMBTU]	9,4	10,5	8,1	6,6	6,1	6,2	6,3	6,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz PL [USD/MMBTU]	10,9	11,2	11,2	8,4	6,9	6,6	7,0	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Ceny produktów													
Nawozy													
Saletra amonowa [EUR/t]	340,6	314,5	313,7	315,2	294,8	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9	309,9
RSM [USD/t]	230,6	194,1	182,8	182,0	162,3	170,6	169,1	167,6	167,6	167,6	167,6	167,6	167,6
Mocznik [USD/t]	403,8	329,6	313,6	272,3	260,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
siarczan amonu [USD/t]	177,0	148,2	138,6	140,9	135,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2	147,2
NPK 16-16-16 [USD/t]	449,6	378,3	344,1	326,3	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Chemia													
Kaprolaktam [EUR/t]	2 061,1	1 918,1	1 902,1	1 600,8	1 600,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0	1 700,0
Melamina [EUR/t]	1 123,8	1 407,6	1 331,2	1 347,8	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0	1 353,0
Cena surowców													
Gaz [PLN/1000m3]	1 248,1	1 252,4	1 243,7	1 114,6	947,9	892,8	933,1	940,0	956,3	966,4	965,6	964,7	964,7
Fosforyty [USD/t]	189,6	148,0	123,0	127,6	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4	129,4
Sól potasowa [USD/t]	467,0	379,3	291,5	302,4	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Benzen [EUR/t]	980,0	998,2	995,2	660,0	733,7	778,8	799,5	806,7	821,7	821,7	821,7	821,7	821,7
Węgiel [PLN/t]	295,8	267,3	253,9	246,3	246,3	251,2	256,3	261,4	266,6	272,0	277,4	282,9	288,6
Energia [PLN/MWh]	234,9	211,4	211,4	232,5	237,2	241,9	246,8	251,7	256,7	261,9	267,1	272,4	277,9
Waluty													
EUR/PLN	4,18	4,20	4,18	4,18	4,30	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33	4,33
USD/PLN	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90	3,83	3,75	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68
EUR/USD	1,28	1,33	1,33	1,11	1,10	1,13	1,15	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Teoretyczne marże [PLN/t]													
Nawozy													
Saletra amonowa	876,0	768,0	765,7	827,0	777,7	923,7	947,9	930,1	927,2	920,0	915,5	915,9	916,3
RSM	503,2	349,9	305,0	348,3	347,5	407,8	386,3	377,4	371,3	367,6	367,9	368,2	368,2
Mocznik	604,0	327,8	280,2	390,5	379,7	532,8	541,9	497,6	493,7	484,4	478,6	479,1	479,6
siarczan amonu	131,4	120,3	47,3	156,2	137,5	181,0	177,2	173,6	173,6	173,6	173,6	173,6	173,6
NPK	520,2	406,6	383,8	478,3	518,5	516,5	494,1	478,9	475,6	473,6	473,8	473,9	473,9
Chemia													
Kaprolaktam	4 530,1	3 859,6	3 795,1	3 929,4	3 726,1	3 986,0	3 896,2	3 865,1	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3	3 800,3
Melamina	2 564,9	3 760,0	3 446,0	3 729,0	4 198,8	4 327,6	4 258,6	4 247,0	4 219,0	4 201,7	4 203,2	4 204,6	4 204,6

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	3 981,8	3 797,9	3 664,5	3 478,9	3 352,6	3 602,3	3 589,9	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3
Nawozy	2 541,8	2 402,0	2 302,3	2 209,3	2 033,1	2 139,1	2 124,9	2 124,0	2 124,0	2 124,0	2 124,0	2 124,0	2 124,0
Saletra amonowa	910,0	1 025,0	1 036,5	1 010,9	953,3	987,7	968,0	948,6	948,6	948,6	948,6	948,6	948,6
RSM	580,0	556,1	432,8	443,9	411,4	439,3	439,8	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3	440,3
Mocznik Pulrea	441,9	231,9	306,3	303,5	300,1	317,3	310,7	304,4	304,4	304,4	304,4	304,4	304,4
Siarczan amonu/ATS	101,6	80,8	76,7	87,8	92,6	124,1	141,5	171,1	171,1	171,1	171,1	171,1	171,1
NPK	293,9	259,2	212,0	263,2	275,6	270,6	265,0	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6
Chemia	1 281,5	1 242,0	1 219,4	1 194,4	1 255,7	1 399,5	1 401,2	1 403,5	1 403,5	1 403,5	1 403,5	1 403,5	1 403,5
Kapolaktam	526,0	489,2	487,3	393,7	404,9	514,9	514,9	514,9	514,9	514,9	514,9	514,9	514,9
Melamina	339,6	414,8	373,4	456,6	481,0	493,5	503,4	513,5	513,5	513,5	513,5	513,5	513,5
Mocznik Pulnox	297,6	230,4	252,6	261,8	258,9	273,7	268,1	262,6	262,6	262,6	262,6	262,6	262,6
Udział													
Nawozy	63,8%	63,2%	62,8%	63,5%	60,6%	59,4%	59,2%	59,1%	59,1%	59,1%	59,1%	59,1%	59,1%
Saletra amonowa	22,9%	27,0%	28,3%	29,1%	28,4%	27,4%	27,0%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
RSM	14,6%	14,6%	11,8%	12,8%	12,3%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Mocznik Pulrea	11,1%	6,1%	8,4%	8,7%	9,0%	8,8%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Siarczan amonu/ATS	2,6%	2,1%	2,1%	2,5%	2,8%	3,4%	3,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
NPK	7,4%	6,8%	5,8%	7,6%	8,2%	7,5%	7,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Chemia	32,2%	32,7%	33,3%	34,3%	37,5%	38,8%	39,0%	39,1%	39,1%	39,1%	39,1%	39,1%	39,1%
Kapolaktam	13,2%	12,9%	13,3%	11,3%	12,1%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Melamina	8,5%	10,9%	10,2%	13,1%	14,3%	13,7%	14,0%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Mocznik Pulnox	7,5%	6,1%	6,9%	7,5%	7,7%	7,6%	7,5%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Zmiana r/r	10,5%	-4,6%	-3,5%	-5,1%	-3,6%	7,4%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	20,6%	-5,5%	-4,2%	-4,0%	-8,0%	5,2%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	7,1%	12,6%	1,1%	-2,5%	-5,7%	3,6%	-2,0%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	16,0%	-4,1%	-22,2%	2,6%	-7,3%	6,8%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	24,5%	-47,5%	32,1%	-0,9%	-1,1%	5,7%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	17,2%	-20,5%	-5,0%	14,5%	5,4%	34,1%	14,0%	20,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	17,4%	-11,8%	-18,2%	24,2%	4,7%	-1,8%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	-4,8%	-3,1%	-1,8%	-2,0%	5,1%	11,4%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapolaktam	-16,5%	-7,0%	-0,4%	-19,2%	2,8%	27,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	-15,1%	22,1%	-10,0%	22,3%	5,3%	2,6%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	34,7%	-22,6%	9,6%	3,7%	-1,1%	5,7%	-2,1%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]													
Nawozy	2132	2102	2021	2025	2030	2066	2092	2138	2143	2147	2152	2157	2162
Saletra amonowa	785	779	786	767	752	737	722	708	708	708	708	708	708
RSM	650	671	569	583	589	595	601	607	607	607	607	607	607
Mocznik Pulrea	320	264	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Siarczan amonu/ATS	177	172	175	165	175	216	246	296	296	296	296	296	296
NPK	200	215	195	214	218	223	227	232	236	241	246	251	256
Chemia	376	367	397	395	397	409	411	413	413	413	413	413	413
Kapolaktam	67	65	62	59	59	70	70	70	70	70	70	70	70
Melamina	80	80	79	81	83	84	86	88	88	88	88	88	88
Mocznik Pulnox	229	221	256	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255
Produkcja NH3 [tys. ton]	1 234,1	1 201,5	1 195,8	1 194,2	1 194,5	1 211,0	1 211,8	1 212,9	1 212,9	1 176,5	1 176,5	1 176,5	1 176,5
wykorzystanie mocy	110%	107%	106%	106%	106%	108%	108%	108%	108%	105%	105%	105%	105%
Produkcja HNO3 [tys. ton]	1 029,6	1 038,4	979,4	973,5	965,1	956,9	949,1	941,5	941,5	941,5	941,5	941,5	941,5
wykorzystanie mocy	103%	104%	98%	97%	97%	96%	95%	94%	94%	67%	67%	67%	67%
Produkcja AN [tys. ton]	1 305,0	1 316,1	1 241,3	1 233,8	1 223,2	1 212,9	1 202,9	1 193,3	1 193,3	1 193,3	1 193,3	1 193,3	1 193,3
wykorzystanie mocy	119%	120%	113%	112%	111%	110%	109%	108%	108%	108%	108%	108%	108%
Produkcja U [tys. ton]	1 191,2	1 133,5	1 137,4	1 153,6	1 164,5	1 175,6	1 186,9	1 198,5	1 198,5	1 198,5	1 198,5	1 198,5	1 198,5
wykorzystanie mocy	98%	93%	94%	95%	96%	97%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

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]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	2 036,3	2 125,7	2 216,8	2 369,9	2 589,8	2 743,5	2 872,0	2 876,8	2 880,5	2 883,3	2 885,1	2 886,2
Wartości niematerialne i prawne	46,7	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5
Rzeczowe aktywa trwałe	1 874,7	1 955,3	2 046,4	2 199,4	2 419,3	2 573,1	2 701,5	2 706,3	2 710,0	2 712,8	2 714,7	2 715,7
Aktywa obrotowe	1 491,9	1 417,4	1 480,7	1 336,0	1 359,5	1 337,3	1 294,3	1 322,4	1 389,3	1 370,9	1 358,9	1 347,5
Zapasy	334,6	383,3	363,9	350,7	376,8	375,5	375,6	375,6	375,6	375,6	375,6	375,6
Należności krótkoterminowe	680,4	586,4	556,7	536,5	576,5	574,5	574,7	574,7	574,7	574,7	574,7	574,7
Inwestycje krótkoterminowe	444,7	331,8	444,2	332,9	290,3	271,4	228,0	256,1	323,0	304,6	292,6	281,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	435,0	328,7	441,1	329,8	287,2	268,3	225,0	253,1	319,9	301,6	289,5	278,2
Aktywa razem	3 528,2	3 543,2	3 697,5	3 705,9	3 949,3	4 080,8	4 166,3	4 199,2	4 269,8	4 254,2	4 244,0	4 233,7
Kapitał (fundusz) własny	2 495,8	2 714,1	2 909,8	2 938,2	3 142,1	3 275,5	3 360,8	3 393,7	3 464,3	3 448,7	3 438,5	3 428,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	1 759,4	2 060,8	2 150,9	2 283,0	2 373,5	2 509,4	2 644,4	2 701,9	2 701,9	2 701,9	2 701,9	2 701,9
Zysk (strata) netto okresu	304,6	224,5	330,1	226,4	339,7	337,3	287,7	263,0	333,6	318,0	307,8	297,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 017,2	814,3	773,7	753,7	793,2	791,3	791,5	791,5	791,5	791,5	791,5	791,5
Rezerwy na zobowiązania	164,5	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9	183,9
Zobowiązania długoterminowe	74,4	44,3	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2	39,2
-oprocentowane	46,2	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	778,3	586,1	550,6	530,6	570,1	568,2	568,4	568,4	568,4	568,4	568,4	568,4
-oprocentowane	9,8	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3 528,2	3 543,2	3 697,5	3 705,9	3 949,3	4 080,8	4 166,3	4 199,2	4 269,8	4 254,2	4 244,0	4 233,7

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	3 797,9	3 664,5	3 478,9	3 352,6	3 602,3	3 589,9	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3	3 591,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	3 012,9	2 966,4	2 632,6	2 556,8	2 637,9	2 620,2	2 673,3	2 692,6	2 665,6	2 677,4	2 682,3	2 687,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	785,0	698,1	846,3	795,8	964,4	969,7	917,9	898,6	925,6	913,8	908,9	904,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	455,3	461,2	469,2	465,9	491,1	496,8	503,7	510,8	518,0	525,4	533,1	541,0
Zysk (strata) na sprzedaży	329,7	236,9	377,1	329,9	473,3	472,9	414,2	387,9	407,6	388,4	375,8	363,1
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	10,3	8,8	-19,4	-54,6	-58,1	-60,7	-63,3	-67,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	478,3	393,9	515,5	440,7	595,2	606,8	556,5	531,2	618,7	599,7	587,3	574,7
EBIT	340,0	245,6	357,7	275,3	415,2	412,2	351,0	320,5	407,6	388,4	375,8	363,1
Saldo działalności finansowej	10,5	15,5	13,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zysk (strata) brutto	351,6	264,0	373,3	279,5	419,4	416,5	355,2	324,7	411,8	392,6	380,0	367,3
Zysk (strata) netto	304,6	224,5	330,1	226,4	339,7	337,3	287,7	263,0	333,6	318,0	307,8	297,5

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	495,1	294,9	493,8	395,4	484,5	525,1	486,3	466,1	535,0	520,2	510,6	500,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-349,7	-185,1	-235,8	-308,6	-391,2	-340,2	-327,2	-207,9	-205,2	-205,0	-204,6	-204,3
Przepływy z działalności finansowej	-178,4	-214,1	-145,6	-198,1	-135,8	-203,8	-202,4	-230,1	-263,0	-333,6	-318,0	-307,8
Przepływy pieniężne netto	-33,0	-104,3	112,4	-111,3	-42,6	-18,9	-43,3	28,1	66,9	-18,4	-12,0	-11,3
Środki pieniężne na początek okresu	469,4	435,0	328,7	441,1	329,8	287,2	268,3	225,0	253,1	319,9	301,6	289,5
Środki pieniężne na koniec okresu	435,0	328,7	441,1	329,8	287,2	268,3	225,0	253,1	319,9	301,6	289,5	278,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-3,5%	-5,1%	-3,6%	7,4%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-17,6%	30,8%	-14,5%	35,0%	1,9%	-8,3%	-4,5%	16,5%	-3,1%	-2,1%	-2,1%
EBIT zmiana r/r	-27,7%	45,6%	-23,0%	50,8%	-0,7%	-14,9%	-8,7%	27,2%	-4,7%	-3,2%	-3,4%
Zysk netto zmiana r/r	-26,3%	47,0%	-31,4%	50,1%	-0,7%	-14,7%	-8,6%	26,8%	-4,7%	-3,2%	-3,3%
Marża brutto na sprzedaży	19,1%	24,3%	23,7%	26,8%	27,0%	25,6%	25,0%	25,8%	25,4%	25,3%	25,2%
Marża EBITDA	10,8%	14,8%	13,1%	16,5%	16,9%	15,5%	14,8%	17,2%	16,7%	16,4%	16,0%
Marża EBIT	6,7%	10,3%	8,2%	11,5%	11,5%	9,8%	8,9%	11,4%	10,8%	10,5%	10,1%
Marża brutto	7,2%	10,7%	8,3%	11,6%	11,6%	9,9%	9,0%	11,5%	10,9%	10,6%	10,2%
Marża netto	6,1%	9,5%	6,8%	9,4%	9,4%	8,0%	7,3%	9,3%	8,9%	8,6%	8,3%
COGS / przychody	80,9%	75,7%	76,3%	73,2%	73,0%	74,4%	75,0%	74,2%	74,6%	74,7%	74,8%
SG&A / przychody	12,6%	13,5%	13,9%	13,6%	13,8%	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	15,1%
SG&A / COGS	15,5%	17,8%	18,2%	18,6%	19,0%	18,8%	19,0%	19,4%	19,6%	19,9%	20,1%
ROE	8,3%	11,3%	7,7%	10,8%	10,3%	8,6%	7,7%	9,6%	9,2%	9,0%	8,7%
ROA	6,3%	8,9%	6,1%	8,6%	8,3%	6,9%	6,3%	7,8%	7,5%	7,3%	7,0%
Dług	11,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-317,5	-441,1	-329,8	-287,2	-268,3	-225,0	-253,1	-319,9	-301,6	-289,5	-278,2
Dług netto / kapitał własny	-11,7%	-15,2%	-11,2%	-9,1%	-8,2%	-6,7%	-7,5%	-9,2%	-8,7%	-8,4%	-8,1%
Dług netto / EBITDA	-0,8	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBIT	-1,3	-1,2	-1,2	-0,7	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
EV	3 085,0	2 961,4	3 072,7	3 115,2	3 134,1	3 177,5	3 149,4	3 082,5	3 100,9	3 112,9	3 124,3
Dług / EV	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,3%	7,1%	9,5%	11,1%	9,7%	9,3%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%
CAPEX / Amortyzacja	154,6%	158,4%	192,5%	222,2%	179,0%	162,5%	102,3%	101,8%	101,3%	100,9%	100,5%
Amortyzacja / Przychody	4,0%	4,5%	4,9%	5,0%	5,4%	5,7%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	-0,6%	-0,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-91,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%					
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	15,2	10,3	15,0	10,0	10,1	11,8	12,9	10,2	10,7	11,1	11,4
P/BV*	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	9,1	7,0	8,7	6,5	6,4	6,9	7,2	6,2	6,4	6,6	6,7
EV/EBITDA*	7,8	5,7	7,0	5,2	5,2	5,7	5,9	5,0	5,2	5,3	5,4
EV/EBIT*	12,6	8,3	11,2	7,5	7,6	9,1	9,8	7,6	8,0	8,3	8,6
EV/S*	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
BVPS	142,0	152,2	153,7	164,4	171,4	175,8	177,5	181,2	180,4	179,9	179,3
EPS	11,7	17,3	11,8	17,8	17,6	15,1	13,8	17,5	16,6	16,1	15,6
CEPS	19,5	25,4	20,5	27,2	27,8	25,8	24,8	28,5	27,7	27,2	26,6
FCFPS	4,4	4,6	9,5	8,1	13,3	17,1	16,3	15,8	15,3	15,3	0,0
DPS za okres	10,4	7,0	10,4	7,1	10,7	10,6	12,0	13,8	17,5	16,6	16,1
Payout ratio	50,9%	51,4%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 178 PLN

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 stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian 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

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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	60,2	Sprzedaj	44,7	06.11.2015	93,0	50 106,0
Sprzedaj	44,7	Sprzedaj	51,2	08.08.2014	72,0	49 958,7
Sprzedaj	51,2	-	-	30.12.2013	64,0	51 281,1

Historia rekomendacji ZCh Police

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Trzymaj	23,0	Sprzedaj	12,9	06.11.2015	24,0	50 106,0
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
Trzymaj	175	Akumuluj	154*	06.11.2015	178,0	50 106,0
Akumuluj	154*	Akumuluj	170	08.08.2014	139	49 958,7
Akumuluj	170	Akumuluj	190*	13.01.2014	147	50 509,9
Akumuluj	190*	-	-	16.10.2013	179	52 598,2

*- skorygowane o DIV (10,4 PLN/akcję w 2014, 7,03 PLN/akcję w 2015 roku)

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	3	42,9%
Akumuluj	0	0,0%
Trzymaj	3	42,9%
Redukuj	0	0,0%
Sprzedaj	1	14,3%

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

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).

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.

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.11.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.11.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

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

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentami instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.11.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe Grupy Azoty i Polic oraz jest zaangażowany w instrumenty finansowe ZA Pulawy.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitentów instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitenci instrumentów finansowych nie posiadają udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitentów. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitentów instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tych podmiotach.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentami instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitentów.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitentów na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitentów instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentami instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitentów instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitentów instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentami instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, 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 dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.