



Dom Maklerski BDM S.A.

CHEMIA (SEKTOR NAWOZOWY)
OPRACOWANIE ZBIORCZE

GRUPA AZOTY- REDUKUJ  (65,8 PLN)
ZCH POLICE- TRZYMAJ  (21,3 PLN)
ZA PUŁAWY- AKUMULUJ  (239 PLN)

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

28 LIPIEC 2016, 12:41 CEST

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 ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE I STRATEGIA WOBEC SPÓŁEK	3
WYBRANE DANE FINANSOWE SPÓŁEK	4
CAPEX I DYWIDENDA	5
ZAŁOŻENIE DLA RENTOWNOŚCI SPÓŁEK- POWYŻEJ STRATEGII I HISTORYCZNYCH POZIOMÓW	7
ROZKŁAD MOCY PRODUKCYJNYCH I EKSPOZYCJA POSZCZEGÓLNYCH SPÓŁEK	9
OTOCZENIE RYNKOWE	10
CENY ZBÓŻ	10
PROGNOZY POPYTU I PODAŻY NAWOZÓW WG IFA- OCZEKIWANA NADPODAŻ	11
RELACJE CENOWE ZBÓŻ DO NAWOZÓW	13
NOTOWANIA PODSTAWOWYCH NAWOZÓW- SILNE SPADKI 1H'16	14
CENY GAZU Z PERSPEKTYWĄ WZROSTU	15
GRUPA AZOTY	16
WYCENA I PODSUMOWANIE	17
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	18
WYCENA DCF	19
WYCENA PORÓWNAWCZA	22
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16	23
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	24
<i>Potencjalne zmiany w programie inwestycyjnym</i>	25
REALIZACJA STRATEGII	26
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	28
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	32
ZCH POLICE	34
WYCENA I PODSUMOWANIE	35
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	36
WYCENA DCF	37
WYCENA PORÓWNAWCZA	40
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16	41
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	42
<i>Potencjalny odpis na aktywach AIG w Senegalu</i>	43
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	44
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	48
ZA PUŁAWY	50
WYCENA I PODSUMOWANIE	51
WYCENA DCF	53
WYCENA PORÓWNAWCZA	56
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16	57
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	58
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	59
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	63

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	74,0	7 340,5	Redukuj	65,8	-11,1%	46,9	78,1	Sprzedaj	60,2
ZCh Police	21,4	1 605,0	Trzymaj	21,3	-0,4%	23,1	19,5	Trzymaj	23,0
ZA Puławy	205,0	3 918,6	Akumuluj	239	16,8%	199,9	278,8	Trzymaj	175,0

Źródło: BDM S.A.

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Azoty

Od początku roku (YTD) kurs akcji spółki stracił ok. 25%, na co wpływ miały dalsze, istotne spadki cen nawozów, słabsze wyniki finansowe 1Q'16 (zaskoczenie głównie pod względem spadku wolumenów sprzedaży, -7% r/r ogółem), czy informacje o nieprawidłowościach w senegalskiej spółce (przedwczesny koniec wydobywania fosforytów). Biorąc pod uwagę relatywnie słabsze wyniki w 2Q'16, szczególnie po stronie nawozów wieloskładnikowych, wysoki CAPEX i w konsekwencji ujemne FCF, a także premię w wycenie do głównego konkurenta Yara i ryzyko realizacji projektów inwestycyjnych niekoniecznie zbieżnych z interesami mniejszościowych akcjonariuszy, decydujemy się na wydanie **rekomendację REDUKUJ dla spółki z ceną docelową 65,8 PLN/akcję.**

ZCh Police

W 2015 roku dzięki relatywnie lepszemu otoczeniu w nawozach wieloskładnikowych i wysokiemu wolumenowi sprzedaży (NPK/DAP +23% r/r) dynamika wzrostu EBITDA sięgała 60-70% r/r. W bieżącym roku tendencje te się odwróciły. Ceny/marże na nawozach wieloskładnikowych istotnie spadły (szczególnie w 2Q'16), relatywnie silniej niż w przypadku nawozów azotowych. Biorąc pod uwagę możliwość rozczarowania wynikami finansowymi w 2Q'16 (dynamika oczyszczonej EBITDA -40% r/r), a także brak oszczędności z tyt. wydobywania własnych fosforytów (wykrycie nieprawidłowości w senegalskiej spółce- przedwczesne zakończenie wydobywania) obniżamy prognozy wyników finansowych dla spółki w najbliższych latach, a także **wycenę do 21,3 PLN/akcję utrzymując rekomendację TRZYMAJ.** Wskazujemy dodatkowo, że projekt PDH, którego realizacja wydaje się być zagrożona przez koncepcję zgazowania węgla w Kędzierzynie, ma istotny, pozytywny wpływ na naszą wycenę rzędu 5,5 PLN/akcję. Decyzja o jego zaniechaniu może wpłynąć na dalsze obniżenie wyceny spółki.

ZA Puławy

W 2Q'16 oczekujemy relatywnie lepszych wyników finansowych Puław na tle Grupy Azoty. Wskazujemy na niską bazę sprzedanych nawozów w 2Q'15, zdecydowanie lepsze otoczenie w segmencie chemii (gł. melaminy) i najbardziej efektywny/elastyczny majątek produkcyjny pozwalający zneutralizować słabszą koniunkturę w segmencie nawozowym (przekierowanie mocznika na zastosowania techniczne i melaminę). Biorąc dodatkowo pod uwagę niską wycenę rynkową, silny bilans i wysoką generację FCF (powyżej 10% kapitalizacji) podnosimy zalecenie z trzymaj do **AKUMULUJ wyznaczając cenę docelową na 239 PLN/akcję.**

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe spółek

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	2013*	2014	2015	2016P	2017P
Przychody	9 821,0	9 898,5	10 024,4	8 378,6	9 285,9
EBITDA	768,4	822,4	1 314,8	1 337,7	1 343,7
EBIT	218,2	302,2	830,0	784,9	793,7
Zysk netto	195,2	231,4	609,5	568,4	550,4
Marża EBITDA	7,8%	8,3%	13,1%	16,0%	14,5%
Marża EBIT	2,2%	3,1%	8,3%	9,4%	8,5%
Marża netto	2,0%	2,3%	6,1%	6,8%	5,9%
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
P/E (x)	37,6	31,7	12,0	12,9	13,3
EV/EBITDA (x)	10,4	9,6	6,0	6,0	6,0

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

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	r/r	2Q'15	2Q'16P	r/r
Przychody	2 838,9	2 475,6	-12,8%	2 280,7	1 835,2	-19,5%
EBITDA	484,6	516,7	6,6%	293,0	240,2	-18,0%
EBIT	362,9	389,2	7,3%	172,3	113,8	-33,9%
Zysk netto	276,1	272,4	-1,4%	126,6	93,9	-25,8%
Marża EBITDA	17,1%	20,9%		12,8%	13,1%	
Marża EBIT	12,8%	15,7%		7,6%	6,2%	
Marża netto	9,7%	11,0%		5,6%	5,1%	
P/BV (x)	1,3	1,4		1,3	1,1	
P/E (x)	19,5	14,7		17,6	11,1	
EV/EBITDA (x)	8,5	7,5		8,2	5,3	

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

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	2017P
Przychody	2 464,4	2 412,4	2 741,7	2 467,4	2 989,0
EBITDA	101,8	173,5	293,4	224,9	293,3
EBIT	16,1	80,8	209,2	133,9	209,0
Zysk netto	11,3	63,5	166,0	106,2	169,6
Marża EBITDA	4,1%	7,2%	10,7%	9,1%	9,8%
Marża EBIT	0,7%	3,3%	7,6%	5,4%	7,0%
Marża netto	0,5%	2,6%	6,1%	4,3%	5,7%
P/BV (x)	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4
P/E (x)	141,7	25,3	9,7	15,1	9,5
EV/EBITDA (x)	17,5	10,4	6,2	8,4	6,3

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	r/r	2Q'15	2Q'16P	r/r
Przychody	746,1	686,5	-8,0%	693,7	617,6	-11,0%
EBITDA	94,5	106,6	12,8%	83,1	2,9	-96,6%
EBIT	70,7	84,5	19,5%	64,9	-20,1	-
Zysk netto	51,9	67,5	30,0%	54,7	-16,8	-
Marża EBITDA	12,7%	15,5%		12,0%	0,5%	
Marża EBIT	9,5%	12,3%		9,4%	-3,3%	
Marża netto	7,0%	9,8%		7,9%	-2,7%	
P/BV (x)	1,7	1,7		1,5	1,4	
P/E (x)	18,2	10,9		12,5	14,6	
EV/EBITDA (x)	9,1	7,4		7,2	7,2	

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

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	2017P
Przychody	3 797,9	3 664,5	3 814,0	3 129,9	3 278,8
EBITDA	478,3	393,9	662,3	687,0	660,2
EBIT	340,0	245,6	497,1	508,6	466,2
Zysk netto	304,6	224,5	450,9	441,5	394,0
Marża EBITDA	12,6%	10,8%	17,4%	22,0%	20,1%
Marża EBIT	9,0%	6,7%	13,0%	16,3%	14,2%
Marża netto	8,0%	6,1%	11,8%	14,1%	12,0%
P/BV (x)	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
P/E (x)	12,9	17,5	8,7	8,9	9,9
EV/EBITDA (x)	7,4	9,1	4,9	4,5	4,9

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	r/r	2Q'15	2Q'16P	r/r
Przychody	1 070,4	951,5	-11,1%	827,8	694,7	-16,1%
EBITDA	227,5	227,1	-0,2%	144,3	159,8	10,8%
EBIT	189,0	181,2	-4,1%	103,0	115,6	12,2%
Zysk netto	175,0	161,3	-7,8%	95,0	98,6	3,8%
Marża EBITDA	21,3%	23,9%		17,4%	23,0%	
Marża EBIT	17,7%	19,0%		12,4%	16,6%	
Marża netto	16,3%	17,0%		11,5%	14,2%	
P/BV (x)	1,0	1,5		1,0	1,2	
P/E (x)	9,4	10,7		9,1	8,9	
EV/EBITDA (x)	4,9	5,7		5,2	4,5	

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	2017P
Przychody	2 076,0	2 056,0	1 816,0	1 416,6	1 679,4
EBITDA	174,0	174,0	223,0	240,3	252,3
EBIT	98,0	89,4	147,1	154,2	164,5
Zysk netto	85,0	78,0	124,0	124,7	132,9
Marża EBITDA	8,4%	8,5%	12,3%	17,0%	15,0%
Marża EBIT	4,7%	4,4%	8,1%	10,9%	9,8%
Marża netto	4,1%	3,8%	6,8%	8,8%	7,9%
P/BV (x)	-	-	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	r/r	2Q'15	2Q'16P	r/r
Przychody	543,0	441,0	-18,8%	397,0	301,3	-24,1%
EBITDA	93,0	104,0	11,8%	27,0	33,0	22,4%
EBIT	74,9	82,5	10,1%	7,8	11,5	47,9%
Zysk netto	60,0	66,0	10,0%	12,0	9,3	-22,3%
Marża EBITDA	17,1%	23,6%		6,8%	11,0%	
Marża EBIT	13,8%	18,7%		2,0%	3,8%	
Marża netto	11,0%	15,0%		3,0%	3,1%	
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	2015	2016P	2017P	CUM 2015-2017
Grupa Azoty	CAPEX	344,0	397,3	680,9	676,4	1 061,8	1 432,7	985,6	3 480,0
	CAPEX/Amortyzacja	182,2%	165,8%	123,8%	130,0%	219,0%	256,6%	167,4%	213,3%
	CAPEX/Przychody	6,4%	5,6%	6,9%	6,8%	10,6%	17,1%	10,6%	12,6%
ZCh Police	CAPEX	70,1	124,8	150,1	161,2	240,1	286,2	134,5	660,9
	CAPEX/Amortyzacja	89,2%	150,2%	175,1%	173,8%	284,9%	311,5%	159,6%	253,7%
	CAPEX/Przychody	2,5%	4,2%	6,1%	6,7%	8,8%	11,6%	4,5%	8,1%
ZA Puławy	CAPEX	386,3	368,2	313,3	229,3	259,9	319,2	465,6	1 044,8
	CAPEX/Amortyzacja	372,7%	317,6%	226,4%	154,6%	157,3%	180,7%	240,1%	195,0%
	CAPEX/Przychody	10,7%	9,2%	8,2%	6,3%	6,8%	10,2%	14,2%	10,2%
ZA Kędzierzyn	CAPEX	75,2	10,6	53,2	128,9	225,2	246,5	115,6	587,3
	CAPEX/Amortyzacja	89,0%	13,9%	70,0%	152,4%	296,7%	286,2%	131,7%	235,1%
	CAPEX/Przychody	3,3%	0,5%	2,6%	6,3%	12,4%	17,4%	6,9%	12,0%

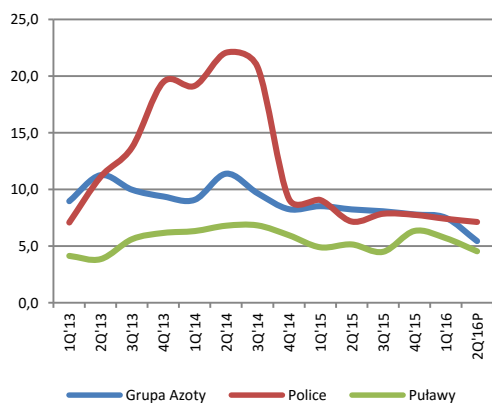
Źródło: BDM S.A., spółki

Dywidenda [mln PLN]

		2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	CUM 2015-2017
Grupa Azoty	Dywidenda	0,0	0,0	170,8	41,8	25,5	83,3	168,9	277,7
	Stopa wypłaty			68,1%	94,7%	11,9%	39,9%	60,0%	
	DY w okresie			2,9%	0,7%	0,3%	1,1%	2,3%	3,78%
ZCh Police	Dywidenda	0,0	0,0	50,4	23,3	42,0	0,0	53,1	95,1
	Stopa wypłaty			48,4%	45,2%	66,1%	0,0%	50,0%	
	DY w okresie			3,4%	1,4%	2,6%	0,0%	3,3%	5,92%
ZA Puławy	Dywidenda	19,4	70,1	179,7	198,4	134,4	200,7	264,9	600,0
	Stopa wypłaty	56,8%	23,7%	29,9%	50,9%	51,4%	44,5%	60,0%	
	DY w okresie	1,2%	4,6%	6,7%	5,8%	3,9%	5,1%	6,8%	15,79%
ZA Kędzierzyn	Dywidenda	0,0	119,7	63,3	42,1	58,7	62,1	93,5	214,4
	Stopa wypłaty		60,5%	54,6%	49,5%	75,3%	50,1%	75,0%	
	DY w okresie								

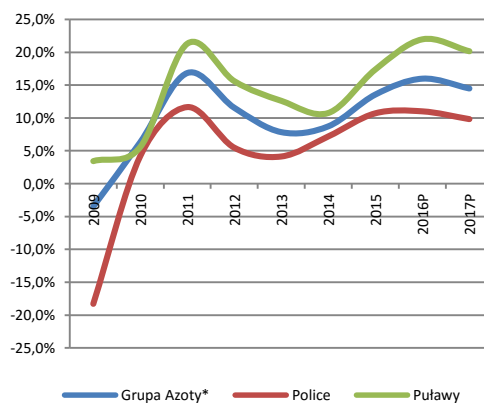
Źródło: BDM S.A., spółki

Historyczna wycena spółek EV/EBITDA*



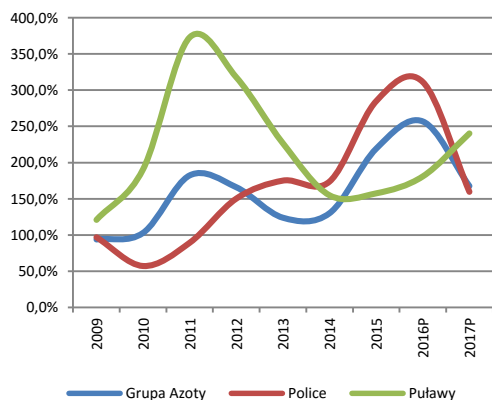
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-oczyszczona. Kurs EoQ

Historyczne marże EBITDA spółek z Grupy Azoty



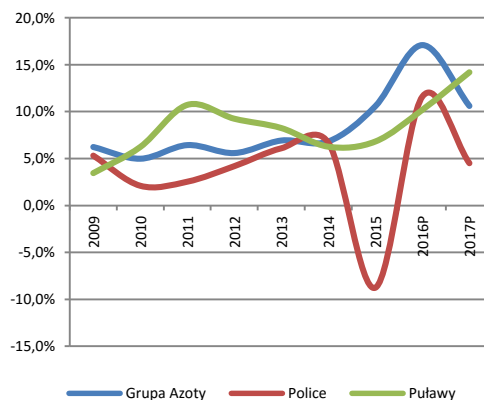
Źródło: BDM S.A., Spółka

CAPEX/amortyzacja



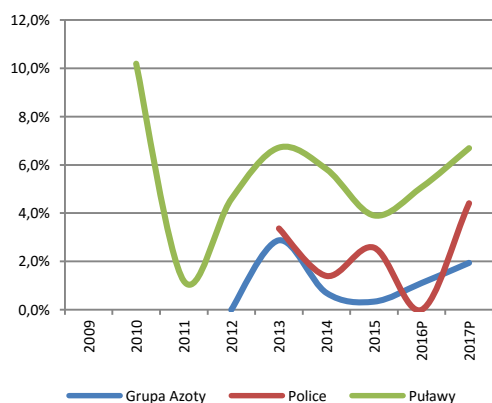
Źródło: BDM S.A., Spółka

CAPEX/przychody



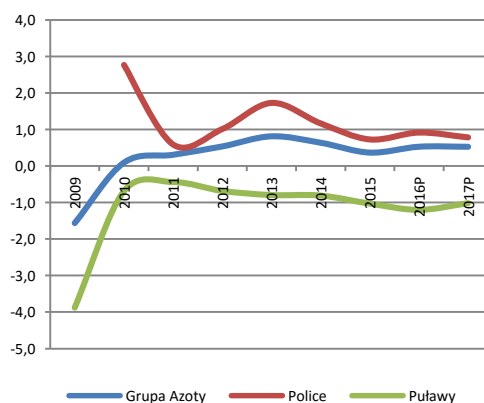
Źródło: BDM S.A., Spółka

DY w okresie



Źródło: BDM S.A., Spółka

Dług netto/EBITDA*



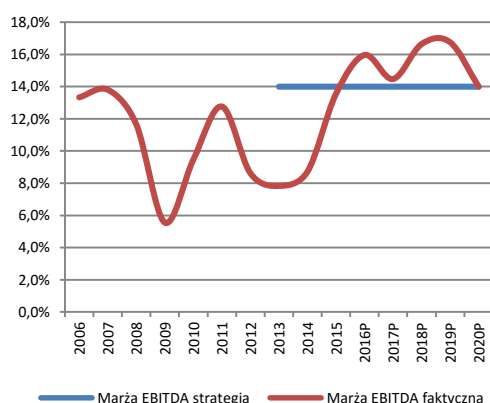
Źródło: BDM S.A., Spółka. *-oczyszczona

Założenie dla rentowności spółek- powyżej strategii i historycznych poziomów

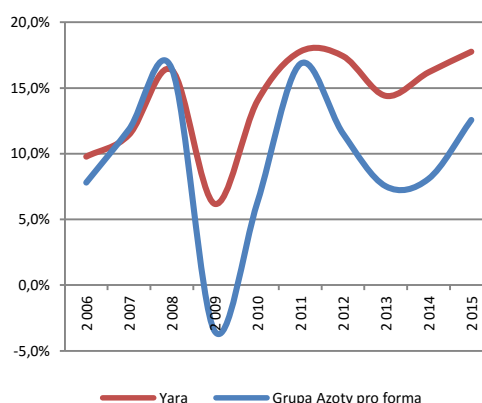
Nasze założenia odnośnie rentowności spółek wchodzących w skład Grupy Azoty są powyżej oczekiwań w strategii zarządu (>14% marży EBITDA) jak i historycznych poziomów (>10% marży EBITDA).

Oczyszczona EBITDA pro forma w latach 2005-2015 wynosiła ok. 900 mln PLN przy naszych prognozach 2016-2020 rzędu 1,4-1,5 mld PLN. Suma rekordowych wyników spółek w latach 2005-2015 to ok. 2 mld PLN przy najniższym wyniku -250 mln PLN. W latach 2016-2020 prognozujemy przedział 1,7-1,2 mld PLN EBITDA.

Marża EBITDA Grupa Azoty vs strategia zarządu*



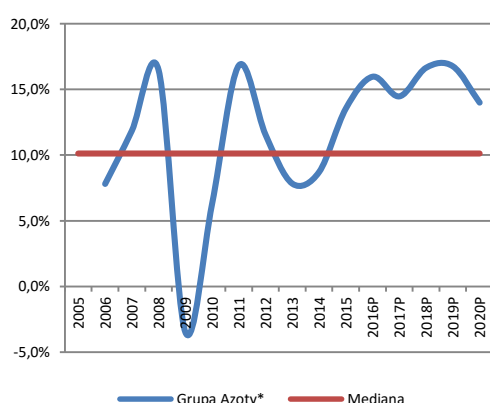
Marża EBITDA Grupa Azoty pro forma vs Yara



Źródło: BDM S.A., Spółka. *- z sierpnia 2013, operacjonalizacja sierpień 2014.

Źródło: BDM S.A., Spółka., Yara. *- pro forma (gdyby wszystkie spółki zależne były konsolidowane od 2005 roku).

Marża EBITDA Grupa Azoty* (historyczna/prognozowana)



Źródło: BDM S.A., Spółka. *- pro forma (gdyby wszystkie spółki zależne były konsolidowane od 2005 roku). Mediana 2005-2015

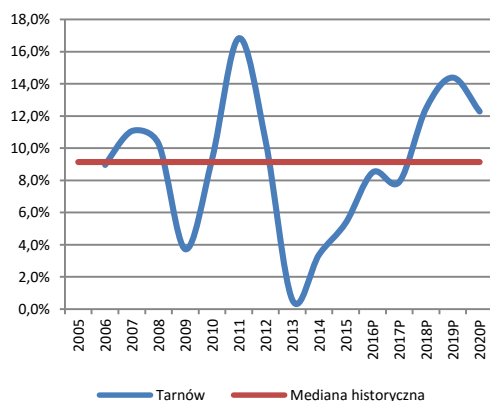
EBITDA adj. wg spółek (historyczna/prognozowana)

	2005-2015			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	126,3	119,6	322,5	10,3
ZAK	173,0	174,0	347,8	-26,3
Police	133,0	163,0	322,1	-271,7
Puławy	420,6	393,9	766,9	71,6
Siarkopol	55,2	22,8	270,9	-36,3
RAZEM pro forma*	908,1	873,3	2 030,2	-252,4

	2016-2020P			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	220,7	236,9	297,8	127,4
ZAK	268,5	258,5	300,4	240,3
Police	287,1	293,3	321,1	224,9
Puławy	683,1	687,0	754,9	584,4
Siarkopol	6,4	6,2	13,2	0,6
RAZEM pro forma*	1 465,8	1 482,0	1 687,5	1 177,7

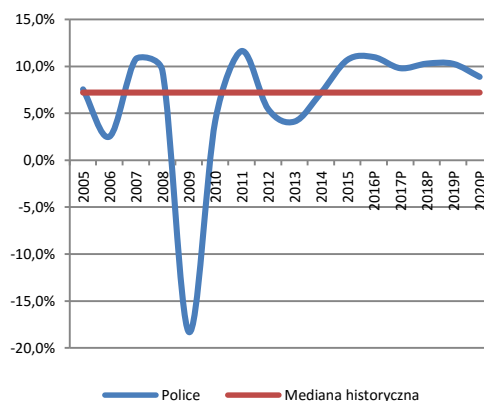
Źródło: BDM S.A., Spółka. * pro forma (gdyby wszystkie spółki zależne były konsolidowane od 2005 roku).

Marża EBITDA ZA Tarnów (historyczna/prognozowana)



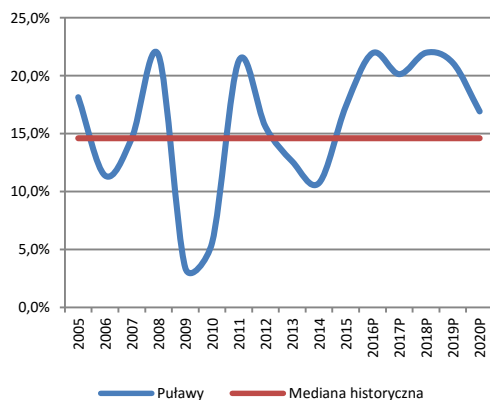
Źródło: BDM S.A., Spółka. Mediana 2005-2015

Marża EBITDA ZCh Police (historyczna/prognozowana)



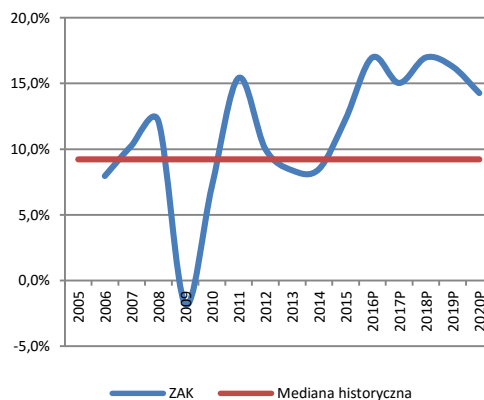
Źródło: BDM S.A., Spółka. Mediana 2005-2015

Marża EBITDA ZA Puławy (historyczna/prognozowana)



Źródło: BDM S.A., Spółka. Mediana 2005-2015

Marża EBITDA ZAK (historyczna/prognozowana)



Źródło: BDM S.A., Spółka. Mediana 2005-2015

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)- spółka w maju'16 poinformowała, że wydobycie skończyło się w 2014 roku, a uruchomienie drugiego złoża odsuwa się w czasie, (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 2015 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	66,1%	40,4%	74,7%	63,7%	49,8%				
azotowe	46,1%	40,4%	13,4%	55,4%	49,8%				
mocznik/RSM*	16,4%		13,4%	25,1%	9,8%	-14,3%	9,0%	-20,8%	7,1%
saletra amonowa	18,1%			28,4%	40,1%	1,0%	3,9%	-21,3%	-11,0%
saletrzak/saletrosan	9,3%	32,2%			0,0%	-0,6%	51,5%	-22,0%	-7,6%
siarczan amonu	2,4%	8,2%		1,9%		2,5%	42,4%	-10,0%	232,3%
wieloskładnikowe	19,9%	0,0%	61,3%	8,3%	0,0%				
NPK	15,6%		45,3%	8,3%		-6,2%	5,2%	-10,0%	19,5%
DAP	4,4%		16,0%			-5,2%	7,1%	-20,5%	-14,6%
Tworzywa	12,6%	41,4%	0,0%	10,1%	0,0%				
poliamid	7,5%	36,6%				-17,4%	1,3%	-8,4%	-10,7%
kaprolaktam	5,1%	4,8%		10,1%		-15,8%	2,7%	-7,0%	-4,6%
Chemia	16,3%	0,0%	21,9%	12,3%	40,8%				
alkohole (2EH)	6,0%				30,1%	-36,2%	5,1%	-5,2%	-16,3%
plastyfikatory (DEPH)	2,1%				10,5%	-9,4%	24,5%	-9,3%	42,4%
melamina	5,2%			12,3%		1,4%	0,3%	2,7%	32,5%
biel tytanowa	3,0%		9,8%			-8,1%	-0,7%	-8,4%	-15,9%
amoniak			12,1%		0,3%	-21,9%	18,1%	-27,2%	-42,5%
RAZEM	94,9%	81,8%	96,6%	86,1%	90,7%				

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

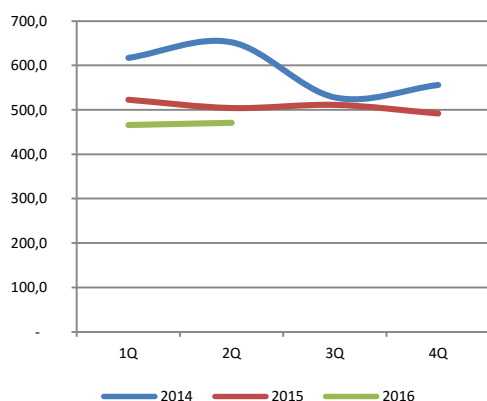
OTOCZENIE RYNKOWE

Ceny zbóż

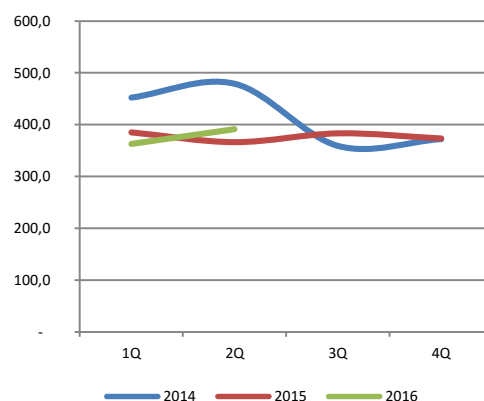
W czerwcu'16 ceny pszenicy (CBOT) spadły do ok. 420 USD/100bu, co jest poziomem najniższym od sezonu 2009/2010 i 2006/2007. Wpływ miały na to nowe prognozy USDA o rekordowej produkcji w sezonie 2016/2017. Ma to być 4 rekordowy rok z rzędu jeśli chodzi o produkcję. Przy mniejszej konsumpcji spowoduje to kolejny wzrost zapasów.

W naszej opinii obecnie, niskie ceny pszenicy zdyskontowały już rekordową produkcję/zapasy, czego obrazem może być bardzo wysoka liczba spekulacyjnych, krótkich pozycji. W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu cen zgodnie z krzywa kontaktów terminowych (+17% w perspektywie 2017 roku vs obecne 420 USD/100bu).

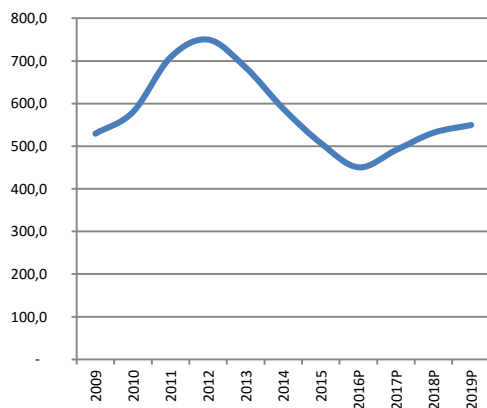
Ceny pszenicy [USD/100bu]



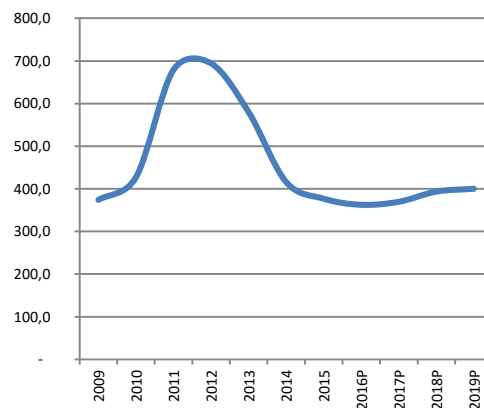
Ceny kukurydzy [USD/100bu]



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



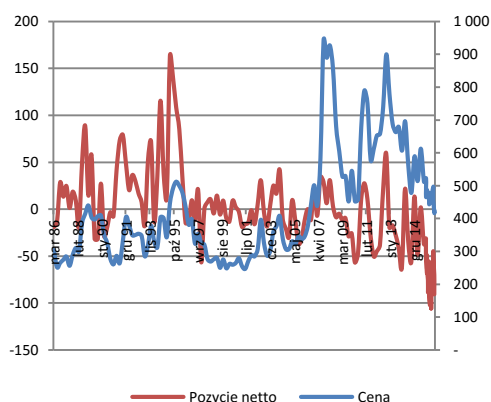
Ceny kukurydzy [USD/100bu]- prognoza 2016-2019



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

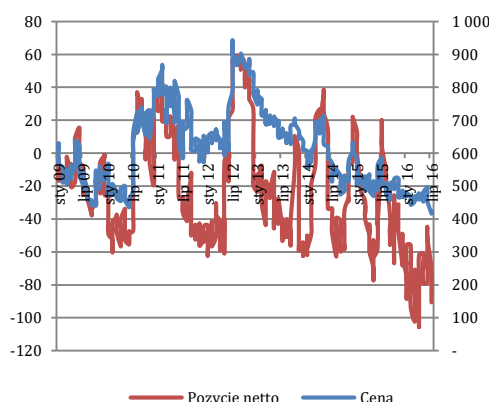
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Na podstawie krzywej futures

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



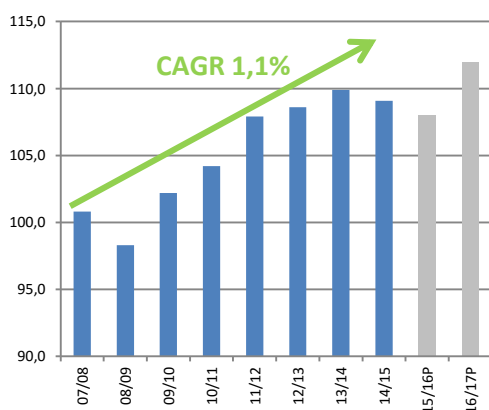
Źródło: BDM S.A. Bloomberg. Lewa skala: pozycje netto tys. szt., prawa skala ceny pszenicy USD/100bu

Prognozy popytu i podaży nawozów wg IFA- oczekiwana nadpodaż

Wnioski z ostatniego raportu IFA (czerwiec 2016):

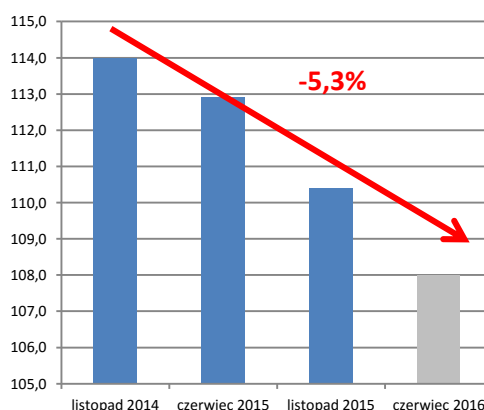
- na sezon 2015/2016 w porównaniu z projekcją z listopada'15 prognoza popytu na nawozy azotowe została obniżona o 2,2%. Projekcje dla nawozów fosforowych i potasowych pozostały bez zmian;
- W relacji do pierwszych prognoz z listopada'14 projekcje popytu zostały obniżone ogólnie o ponad 3%, głównie w przypadku nawozów azotowych;
- IFA oczekuje lepszego popytu w sezonie 2016/2017 (+3% r/r ogólnie w tym +3,7% r/r w azocie, 1,5% r/r fosforowe i 3,1% r/r potasowe), niemniej w porównaniu z projekcją z listopada'15 prognozy zostały nieco obniżone dla nawozów azotowych;
- do 2021 roku średnioroczne tempo wzrostu popytu powinno kształtować się na poziomie 1,6% r/r, w tym 1,2% r/r w azocie, 1,7% r/r dla fosforowych i 2,3% r/r dla potasowych;
- IFA wskazuje na znaczny wzrost mocy produkcyjnych w latach 2016-2020 (CAPEX 130 mld USD, 150 nowych fabryk);
- CAGR produkcji amoniaku/mocznika w 2016-2020 to ok. 1,9% r/r (230 mln ton w 2020 roku), gł. przez projekty inwestycyjne w Ameryce Północnej i wschodniej Azji;
- CAGR produkcji kwasu fosforowego w 2016-2020 to ok. 2,5% r/r (65 mln ton w 2020 roku), gł. przez nowe inwestycje w krajach afrykańskich, Arabii Saudyjskiej i w Chinach;
- CAGR produkcji soli potasowej w 2016-2020 to ok. 3,2% r/r (52 mln ton w 2020 roku), gł. przez projekty w Kanadzie, Rosji, Turkmenistanie i Białorusi.

Popyt na nawozy azotowe 2008-2017P



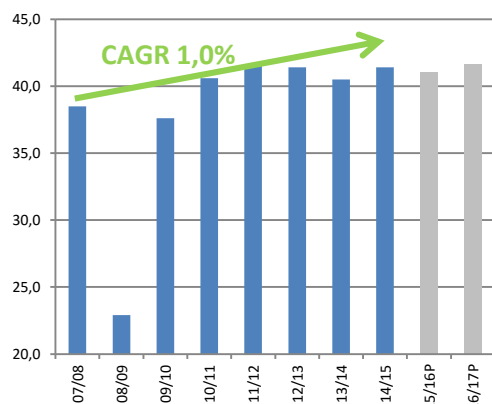
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy azotowe 2015/2016P



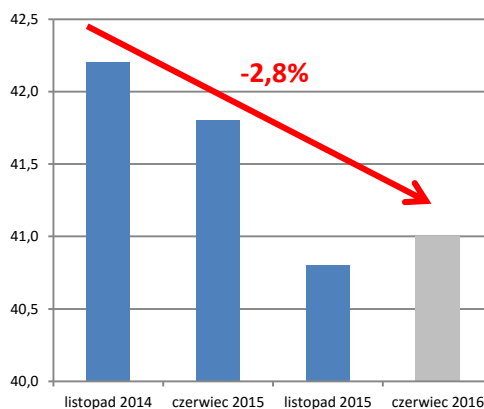
Źródło: BDM S.A. IFA

Popyt na nawozy fosforowe 2008-2017P



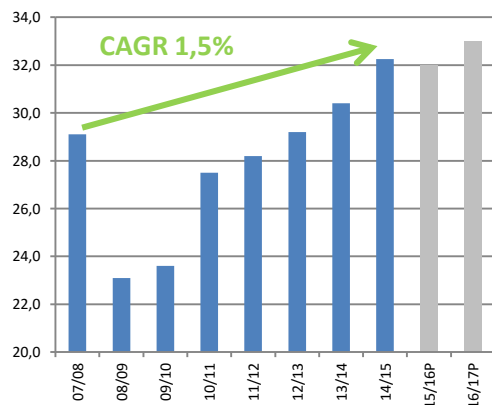
Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy fosforowe 2015/2016P



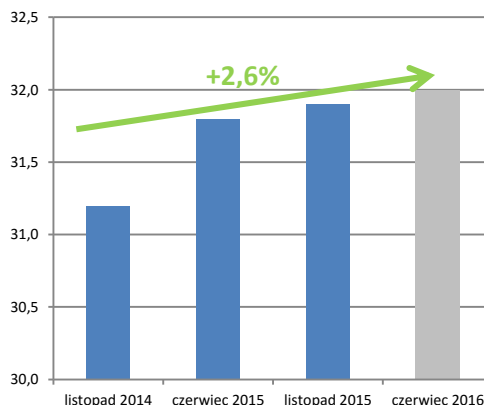
Źródło: BDM S.A. IFA

Popyt na nawozy potasowe 2008-2017P



Źródło: BDM S.A. IFA

Prognozy popytu na nawozy potasowe 2015/2016P

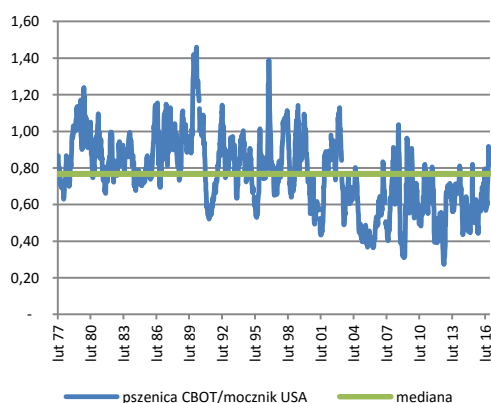


Źródło: BDM S.A. IFA

Relacje cenowe zbóż do nawozów

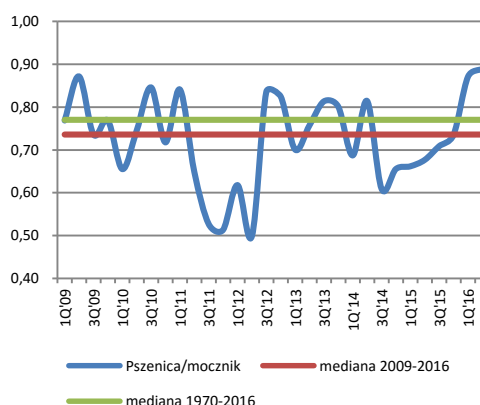
Porównując relację cen zbóż (pszenicy) do kluczowych nawozów obecnie najbardziej przecenione wydają się być nawozy azotowe (mocznik/RSM/saletra), gdzie w perspektywie do 2017 roku widzimy największy potencjał odbicia cen (powyżej 30% vs średnia 2Q'16). W przypadku nawozów wieloskładnikowych obecne relacje są bliskie krótkoterminowych/długoterminowych średnich i w tym przypadku oczekujemy niższej dynamiki wzrostu cen (rzędu ok. 20% w perspektywie 2017 roku).

Relacja pszenica/mocznik długoterminowa



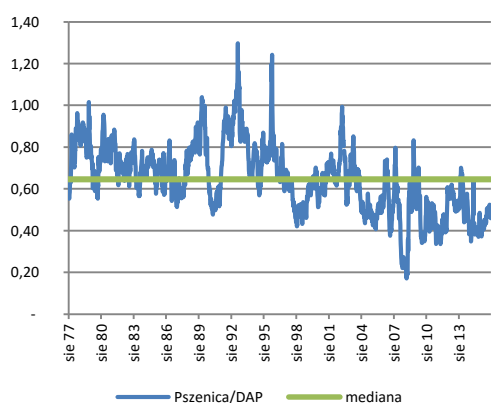
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/mocznik krótkoterminowa



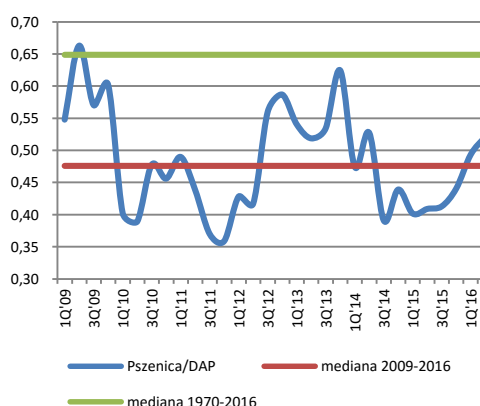
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP długoterminowa



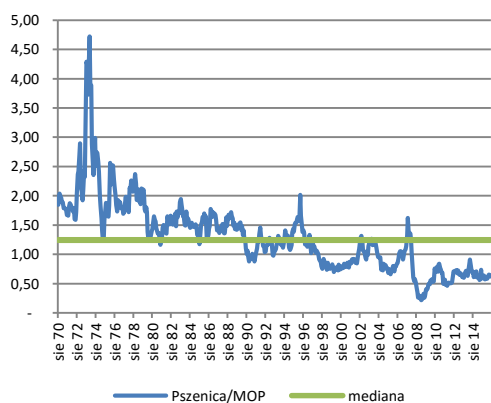
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP krótkoterminowa



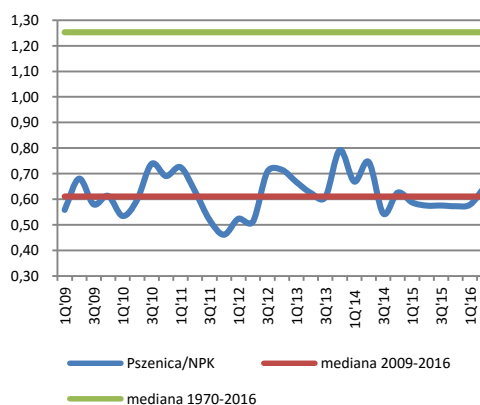
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) długoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

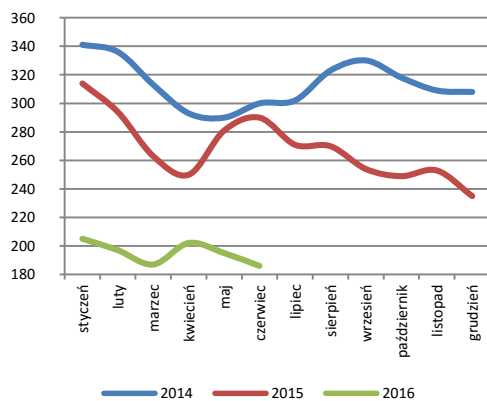
Relacja pszenica/MOP (NPK) krótkoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

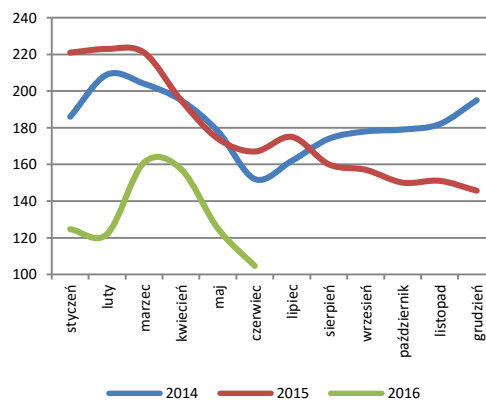
Notowania podstawowych nawozów- silne spadki 1H'16

Mocznik 2014-2016 [USD/t]



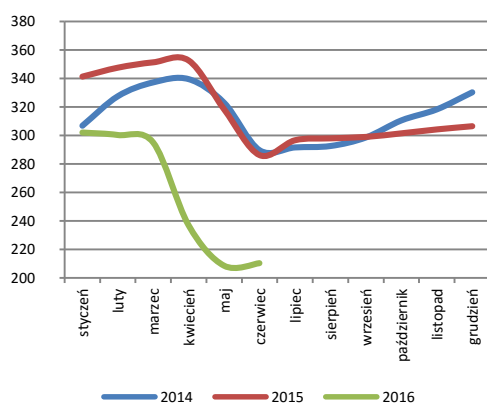
Źródło: BDM S.A. spółka

RSM 2014-2016 [USD/t]



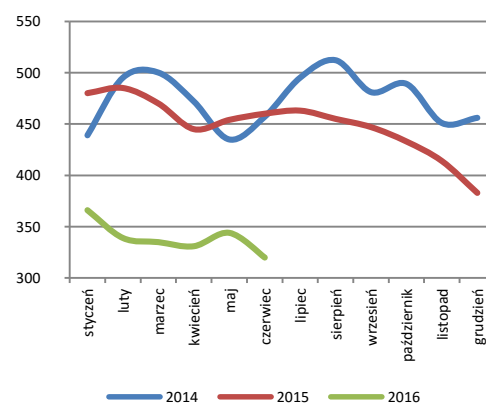
Źródło: BDM S.A. spółka

Saletra amonowa 2014-2016 [EUR/t]



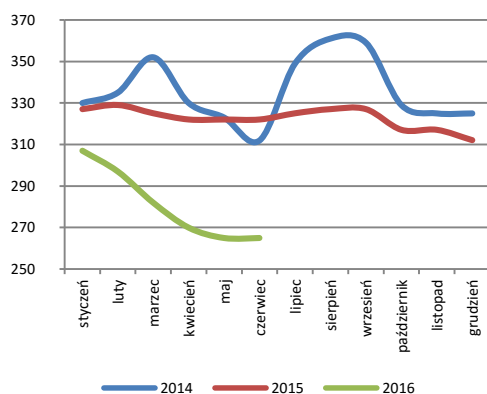
Źródło: BDM S.A. spółka

DAP 2014-2016 [USD/t]



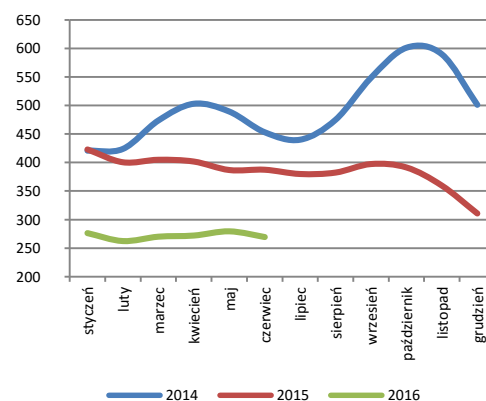
Źródło: BDM S.A. spółka

NPK 2014-2016 [USD/t]



Źródło: BDM S.A. spółka

Amoniak 2014-2016 [USD/t]

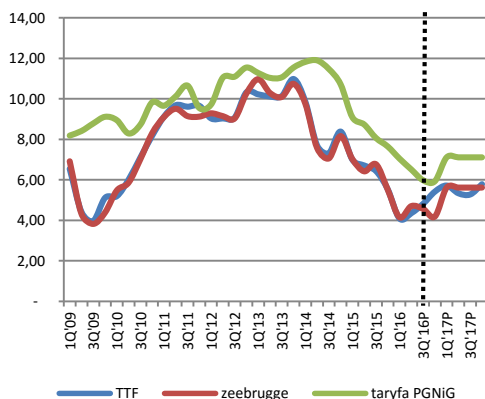


Źródło: BDM S.A. spółka

Ceny gazu z perspektywą wzrostu

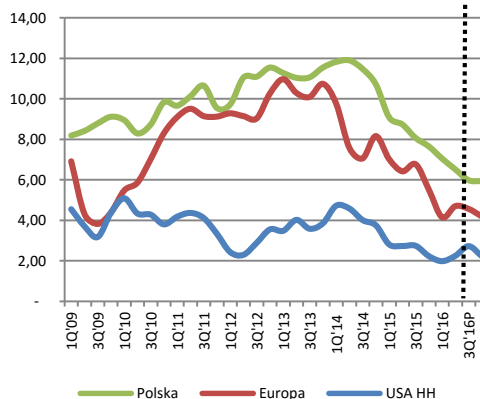
Po spadku cen gazu (TTF) o ok. 40% r/r w 1H'16 oczekujemy, że dołek mamy za sobą (1Q'16 12,7 EUR/MWh) i kolejne kwartały powinny przynieść podwyżkę, do czego skłaniają obserwacje innych surowców energetycznych i przemysłowych (wzrosty cen ropy, węgla, metali etc.). W swoich prognozach przyjmujemy ceny zgodnie z krzywą terminową, co oznacza wzrost cen do ponad 16 EUR/MWh (5,4 USD/MMBTU) do końca 2016 roku (+23% vs średnia z 2Q'16- 13,2 EUR/MWh).

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



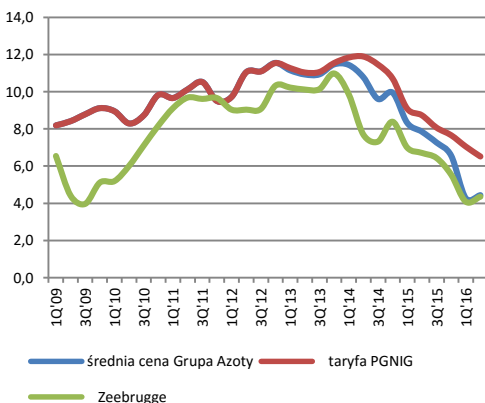
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures

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



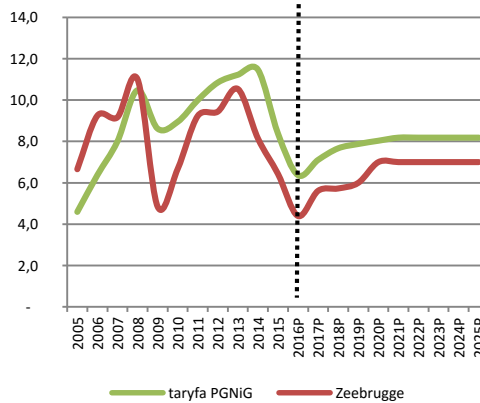
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG. Prognozy na podstawie krzywej futures

Średnia cena zakupu gazu w Grupie Azoty [USD/MMBTU]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG, Grupa Azoty

Taryfa PGNiG vs Zeebrugge [USD/MMBTU]



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



Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY**RAPORT ANALITYCZNY****REDUKUJ**

(POPRZEDNIO: SPRZEDAŻ)

WYCENA 65,8 PLN**28 LIPIEC 2016**

Od początku roku (YTD) kurs akcji spółki stracił ok. 25%, na co wpływ miały dalsze, istotne spadki cen nawozów, słabsze wyniki finansowe 1Q'16 (zaskoczenie głównie pod względem spadku wolumenów sprzedaży, -7% r/r ogółem), czy informacje o nieprawidłowościach w senegalskiej spółce (przedwczesny koniec wydobywania fosforu). Biorąc pod uwagę relatywnie słabsze wyniki w 2Q'16, szczególnie po stronie nawozów wieloskładnikowych, wysoki CAPEX i w konsekwencji ujemne FCF, a także premię w wycenie do głównego konkurenta Yara i ryzyko realizacji projektów inwestycyjnych niekoniecznie zbieżnych z interesami mniejszościowych akcjonariuszy, decydujemy się na wydanie rekomendację REDUKUJ dla spółki z ceną docelową 65,8 PLN/akcję.

Wyniki 1Q'16 okazały się zbieżne z naszymi oczekiwaniami i nieco słabsze od konsensusu. Rozczarował głównie spadek wolumenu sprzedaży ogółem o ok. 7,4% r/r (-9% r/r azotowe, -7% wieloskładnikowe), choć dane o produkcji wg GUS sugerowały wzrost o ok. 13% r/r w fosforowych/potasowych i 0% r/r w azotowych. W rezultacie wzrosły zapasy, co miało negatywny wpływ na cash flow, szczególnie w Policach. Konferencja z zarządem po wynikach dostarczyła kolejnych negatywnych informacji potwierdzając tym samym słabszą koniunkturę i problemy ze sprzedażą nawozów.

W 2Q'16 istotnie pogorszyły się ceny/marże nawozowe, szczególnie w obszarze wieloskładnikowym. Segment ten w 2015 roku odpowiadał za silny wzrost wyników i teraz baza jest wysoka. W rezultacie wyniki grupy mogą być obciążone przez Police. Z kolei lepszych wyników spodziewamy się w Puławach, które były w stanie wykorzystać dobrą koniunkturę w segmencie chemii (gł. melamina). Nie wystarczy to jednak na poprawę skonsolidowanej EBITDA grupy. W rezultacie przez słabsze otoczenie w biznesie nawozowym i prawdopodobny wzrost cen gazu w 2H'16 obniżymy nasze prognozy na lata 2016-2017.

Średnia EBITDA pro forma w okresie 2005-2015 (gdyby wszystkie główne spółki były konsolidowane od 2005 roku) to ok. 0,9 mld PLN (marża 10%). Wskazujemy, że nasze założenia na najbliższe lata są zdecydowanie powyżej historycznych wyników (średnia EBITDA 1,5 mld PLN, marża 15-16%), jak i strategii spółki (cel marży EBITDA >14%).

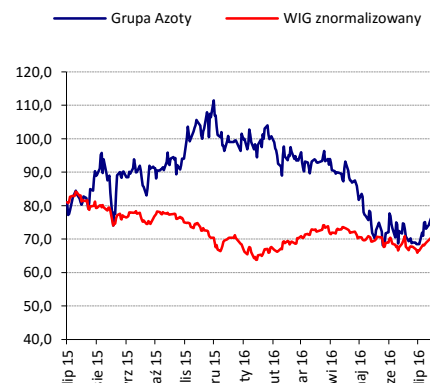
W planie inwestycyjnym zakładamy inwestycje, o których spółka informowała. Ich suma w okresie 2015-2020 to ok. 7 mld PLN (strategia spółki), a z nakładami odtworzeniowymi ok. 10 mld PLN. Obecnie nowy zarząd spółki zapowiedział przegląd strategicznych inwestycji, co ma dotyczyć głównie gazowej EC w Puławach, powstania instalacji zgazowania węgla w Kędzierzynie (implikacje dla projektu PDH w Policach), czy inwestycji w złożo fosforu w Senegalu. Wskazujemy przy tym, że silny bilans grupy, może stanowić pokusę dla dominującego akcjonariusza i zaangażowania w projekty niekoniecznie zbieżne z interesem mniejszościowych akcjonariuszy.

	2013*	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	9 821,0	9 898,5	10 024,4	8 378,6	9 285,9	9 702,1
EBITDA adj. [mln PLN]	768,4	822,4	1 314,8	1 337,7	1 343,7	1 615,1
EBIT [mln PLN]	218,2	302,2	830,0	784,9	793,7	1 038,8
Wynik netto [mln PLN]	195,2	231,4	609,5	568,4	550,4	749,8
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	37,6	31,7	12,0	12,9	13,3	9,8
EV/EBITDA	10,4	9,6	6,0	6,0	6,0	4,8
EV/EBIT	36,5	26,0	9,4	10,3	10,2	7,5

*- 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.

Wycena DCF [PLN]	53,4
w tym NPV PDH 75% (Police 66%, ZAK)	6,6
w tym NPV EC400 (Puławy 96%)	0,0
Wycena porównawcza [PLN]	78,1
Wycena końcowa [PLN]	65,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-11,1%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	74,0
Kapitalizacja [mln PLN]	7 340,5
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	104,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	68,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-24,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,7%
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 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 53,4 PLN (w tym 6,6 PLN PDH i EC400). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 78,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 65,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	53,4
w tym NPV PDH 75% (Police 66%, ZAK)		6,6
w tym NPV EC400 (Puławy 96%)		0,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	78,1
Wycena spółki [PLN]		65,8

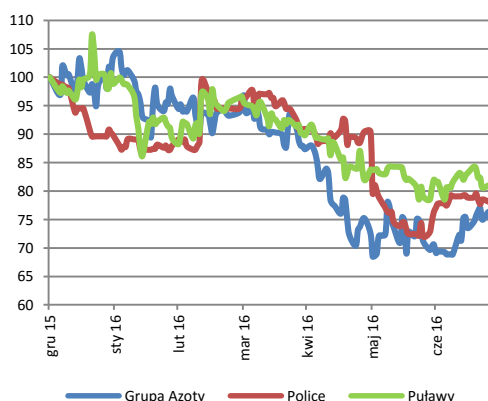
Źródło: BDM S.A.

Podnosimy rekomendację dla spółki ze sprzedaj do REDUKUJ wskazując na:

- ostatnią przecenę kursu akcji (-25% YTD);
- relatywnie słabsze wyniki w 2Q'16 obciążone głównie biznesem nawozów wieloskładnikowych;
- ujemne przepływy pieniężne w latach 2015-2016 przez wysoki CAPEX;
- premię w wycenie rynkowej względem Yara (+13% dla EV/EBITDA'16);
- ograniczony potencjał poprawy marż;
- możliwe projekty inwestycyjne niekoniecznie zbieżne z interesem mniejszościowych akcjonariuszy;
- ryzyko podaży akcji przez Acron (śr. cena zakupu ok. 55 PLN/akcję);

Zwracamy przy tym uwagę, że nasze założenia dla spółki są znacznie powyżej strategii zarządu z 2013/2014 (marża EBITDA/EBIT >14/8%) jak i historycznych średnich (średnia EBITDA pro forma w latach 2005-2015 ok. 0,9 mld PLN-marża ok. 10%, przy naszych założeniach 1,5 mld PLN w 2016-2020- marża powyżej 15%). Dodatkowo wskazujemy na silny bilans spółki (DN/EBITDA 1Q'16 to ok. 0,4x), co rodzi ryzyko wykorzystania zasobów spółki w projektach wątpliwych ekonomicznie z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych.

Znormalizowane kursy akcji Grupy Azoty, Polic, Puławy*



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- 30.12.2015=100

Historyczna vs prognozowana EBITDA Grupy Azoty pro forma

	2005-2015			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	126,3	119,6	322,5	10,3
ZAK	173,0	174,0	347,8	-26,3
Police	133,0	163,0	322,1	-271,7
Puławy	420,6	393,9	766,9	71,6
Siarkopol	55,2	22,8	270,9	-36,3
RAZEM pro forma	908,1	873,3	2 030,2	-252,4
	2016-2020			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	220,7	236,9	297,8	127,4
ZAK	268,5	258,5	300,4	240,3
Police	287,1	293,3	321,1	224,9
Puławy	683,1	687,0	754,9	584,4
Siarkopol	6,4	6,2	13,2	0,6
RAZEM pro forma	1 465,8	1 482,0	1 687,5	1 177,7

Źródło: BDM S.A., spółki. Pro forma- tak, jakby wszystkie spółki zależne były konsolidowane od 2005 roku.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko dalszego spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-40% r/r w 1H'16) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko dalszego spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej

Główny właściciel MSP jak i nowy zarząd spółki poinformował o rewizji dotychczasowej polityki inwestycyjnej (wg strategii z 2013/2014 roku 7 mld PLN nakładów do 2020 roku), w tym inwestycji mającej istotne znaczenie w naszej rekomendacji jak PDH w Policach. Istnieje ryzyko zaniechania tego projektu kosztem innych inwestycji (np. zgazowanie węgla).

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). 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. IFA szacuje, że do 2020 roku moce produkcyjne w moczniku/amoniaku wzrosną średniorocznie o ok. 2% r/r (szczególnie w 2016-2017). Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 1,2%) może dalej negatywnie wpływać 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 2-3 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 40-50% (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 2015 roku wynosiło prawie 14 tys. ludzi, a koszty wynagrodzeń sięgają 13-14% ogółu kosztów. W przypadku europejskiego lidera Yara zatrudnienie jest o ok. 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. 6 EUR/t (poprzednio 9,0 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 70-90 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 28-33):

Wolumeny sprzedaży

W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2015 roku było bliskie 100%, podobnie jak w przypadku kaprolaktamu/poliamidu. Wzrost nastąpi dopiero po oddaniu nowej inwestycji w poliamid 6 (2017 rok).

W ZAK obłożenie mocy produkcyjnych w 2015 roku również wynosiło 100% w przypadku nawozów. Spółka miała pewną rezerwę w przypadku OXO (zakładamy 100% w 2016 roku).

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 wzrosły w 2015 roku dwucyfrowo (+23% r/r NPK/DAP). Średnie wykorzystanie mocy to ok. 85% wobec 70% w 2014 roku. W przypadku bieli tytanowej było to ok. 80% wobec 90% w 2014 roku. W 2016 roku wolumen nawozów powinien lekko wzrosnąć, choć spółka ma największe rezerwy zwiększenia sprzedaży spośród podmiotów tworzących Grupę Azoty. Dojścia do pełnego wykorzystania mocy oczekujemy stopniowo do 2018/2019 roku (rekord w 2010 roku 86%). Zakładamy przy tym pełne obciążenie linii amoniaku (92% w 2015 roku) i 90% mocznika (90% 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/surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku nawozów oczekujemy powrotu ich cen do historycznych relacji z notowaniami pszenicy, co oznacza perspektywę wzrostu 20-30% do końca 2017 roku. Ceny surowców (gazu, ropy naftowej) opieramy o bieżącą krzywą terminową.

CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny (zgodnie ze strategią 2014-2020 7 mld PLN na rozwój organiczny). W samym 2016 roku CAPEX powinien sięgnąć ok. 1,4 mld PLN (bez nakładów na PDH w Policach- osobny DCF) i ok. 1,7 mld PLN z PDH. Spółka wcześniej komunikowała CAPEX w 2016 roku na poziomie 2 mld PLN zaznaczając możliwe korekty w planie inwestycyjnym (rewizja strategii). Do tej pory brak jednak szczegółów.

Brak oszczędności z tyt. wydobycia fosforu w Senegalu

Spółka poinformowała, że wydobycie na złożu Lam-Lam skończyło się w 2014 roku, a wciąż nie ma koncesji wydobywczej na drugim złożu Kebemer, sugerując tym samym odpis na wartości aktywów AIG w wysokości ok. 290 mln PLN (46 mln PLN uwzględniamy w wyniku finansowym, reszta w kapitałach własnych). Nie kalkulujemy w związku z tym żadnych oszczędności z tego tytułu (poprzednio sięgały 30-40 mln PLN rocznie).

ETS III

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA wobec 9 EUR/EUA poprzednio, co będzie generować koszty rzędu 70-90 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za 2015 rok spółka wypłaciła 83 mln PLN dywidendy (0,84 PLN DPS, 1,1% DY) czyli ok. 40% jednostkowego zysku netto. Zakładamy, że w najbliższych latach będzie to ok. 60%, co da stopę dywidendy 2-3%.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2016-2025 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 99,2 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 28 lipca 2016

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 5,3 mld PLN (w tym 0,7 mld PLN PDH i EC400). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 53,4 PLN (w tym 6,6 PLN PDH i EC400).

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 024,4	8 378,6	9 285,9	9 702,1	9 788,1	9 843,4	9 843,4	9 843,4	9 843,4	9 843,4	9 843,4
EBIT [mln PLN]	873,5	831,3	793,7	1038,8	1042,3	769,8	844,0	823,0	797,4	772,7	746,7
Stopa podatkowa	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	153,3	159,2	150,8	197,4	198,0	146,3	160,4	156,4	151,5	146,8	141,9
NOPLAT [mln PLN]	720,2	672,1	642,9	841,5	844,3	623,6	683,6	666,7	645,9	625,9	604,8
Amortyzacja [mln PLN]	484,8	558,3	588,6	616,0	638,8	649,4	654,0	657,0	659,8	662,5	663,5
CAPEX [mln PLN]	-1 061,8	-1 432,7	-985,6	-911,0	-933,0	-738,9	-680,1	-676,9	-675,1	-673,2	-671,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	275,6	78,1	-93,5	-42,2	-7,9	-5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-437,0	-124,2	152,4	504,3	542,1	528,4	657,5	646,8	630,6	615,2	597,2
DFCF [mln PLN]		-119,9	135,6	413,0	408,3	365,8	418,1	377,4	337,6	302,1	269,1
Suma DFCF [mln PLN]		2 907,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		6 635,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 989,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 896,8									
Dług netto* [mln PLN]		570,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]		675,6									
Wartość kapitału [mln PLN]		4 650,9									
Ilość akcji [mln szt.]		99,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		46,9									

Przychody zmiana r/r	-16,4%	10,8%	4,5%	0,9%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-4,8%	-4,5%	30,9%	0,3%	-26,1%	9,6%	-2,5%	-3,1%	-3,1%	-3,4%	
FCF zmiana r/r	-71,6%	-222,7%	230,8%	7,5%	-2,5%	24,4%	-1,6%	-2,5%	-2,4%	-2,9%	
Marża EBITDA	16,6%	14,9%	17,1%	17,2%	14,4%	15,2%	15,0%	14,8%	14,6%	14,3%	
Marża EBIT	9,9%	8,5%	10,7%	10,6%	7,8%	8,6%	8,4%	8,1%	7,8%	7,6%	
Marża NOPLAT	8,0%	6,9%	8,7%	8,6%	6,3%	6,9%	6,8%	6,6%	6,4%	6,1%	
CAPEX / Przychody	17,1%	10,6%	9,4%	9,5%	7,5%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	
CAPEX / Amortyzacja	256,6%	167,4%	147,9%	146,1%	113,8%	104,0%	103,0%	102,3%	101,6%	101,2%	
Zmiana KO / Przychody	-0,9%	1,0%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,7%	10,3%	10,1%	9,2%	10,3%	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2015 powiększony o 83 mln PLN dywidendy

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

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	88,5%	89,5%	91,8%	93,9%	95,6%	97,4%	99,2%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	11,5%	10,5%	8,2%	6,1%	4,4%	2,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	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	47,4	50,7	54,8	60,0	66,8	76,0	89,4	110,4	148,2
	0,8	44,2	47,1	50,7	55,1	60,8	68,4	79,0	94,9	121,4
	0,9	41,3	43,9	46,9	50,7	55,6	61,9	70,4	82,8	102,3
	1,0	38,7	40,9	43,6	46,9	51,0	56,3	63,3	73,2	88,0
	1,1	36,2	38,2	40,6	43,4	47,0	51,4	57,3	65,2	76,8
	1,2	34,0	35,7	37,8	40,3	43,4	47,2	52,1	58,6	67,8
	1,3	31,9	33,5	35,3	37,5	40,2	43,5	47,6	53,0	60,4

Źródło: BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	50,9	54,8	59,5	65,6	73,8	85,3	102,4	131,0	188,3
	4,0%	44,2	47,1	50,7	55,1	60,8	68,4	79,0	94,9	121,4
	5,0%	38,7	40,9	43,6	46,9	51,0	56,3	63,3	73,2	88,0
	6,0%	34,0	35,7	37,8	40,3	43,4	47,2	52,1	58,6	67,8
	7,0%	30,0	31,4	33,0	35,0	37,3	40,1	43,7	48,2	54,3
	8,0%	26,5	27,7	29,0	30,5	32,3	34,5	37,1	40,4	44,6
	9,0%	23,5	24,5	25,5	26,7	28,1	29,8	31,8	34,3	37,4

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%	78,1	73,6	69,4	65,6	62,2	59,0	56,0	53,3	50,7
	4,0%	68,1	63,3	59,0	55,1	51,6	48,4	45,5	42,8	40,3
	5,0%	60,0	55,1	50,7	46,9	43,4	40,3	37,5	35,0	32,6
	6,0%	53,3	48,4	44,1	40,3	37,0	34,0	31,3	28,9	26,7
	7,0%	47,6	42,8	38,6	35,0	31,8	28,9	26,4	24,1	22,1
	8,0%	42,8	38,1	34,0	30,5	27,4	24,7	22,3	20,2	18,3
	9,0%	38,6	34,0	30,1	26,7	23,8	21,2	19,0	16,9	15,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek nawozowych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 28 lipca 2016 roku.

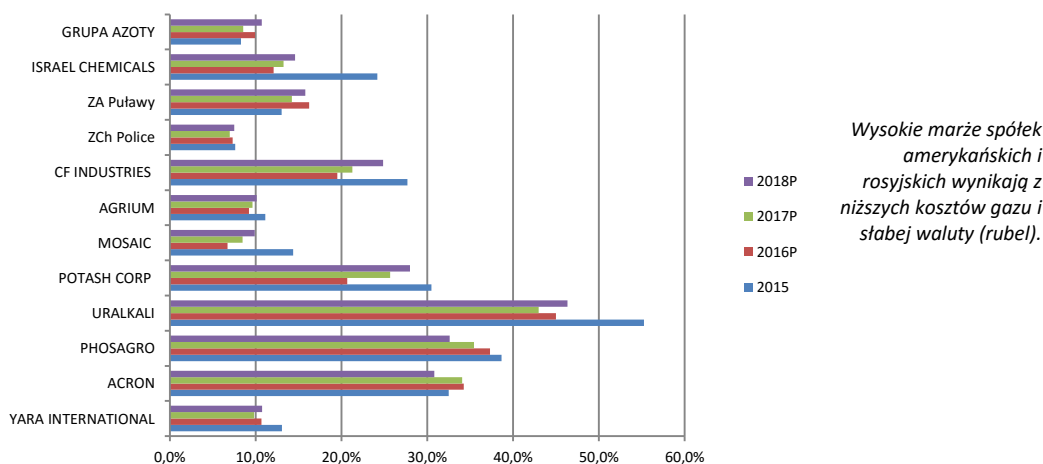
Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 7,8 mld PLN, co odpowiada 78,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 74 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z premią względem P/E i lekkim dyskontem EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,1	9,5	5,5	5,8	5,3	8,8	9,6	8,2
ACRON	4,8	4,9	5,3	4,4	3,8	3,4	4,7	4,0	4,0
PHOSAGRO	7,9	6,8	7,1	6,2	5,7	5,2	6,6	6,3	6,2
URALKALI	0,0	10,7	11,4	8,5	8,3	8,4	10,4	10,3	9,8
POTASH CORP	25,8	19,4	17,5	12,0	10,0	9,5	20,3	15,2	13,7
MOSAIC	31,9	20,0	15,9	10,4	8,8	8,1	26,6	20,2	16,7
AGRIUM	17,0	15,1	13,8	9,8	9,0	8,2	13,4	12,3	11,2
CF INDUSTRIES	16,8	15,1	10,1	6,8	5,9	5,0	11,7	9,8	7,7
ZCH POLICE	15,1	9,5	8,5	8,4	6,3	5,6	14,1	8,9	7,6
ZA Puławy	8,9	9,9	8,6	4,5	4,9	4,3	6,1	7,0	5,9
ISRAEL CHEMICALS	12,3	10,9	9,9	7,9	7,3	6,8	12,9	11,2	9,8
MEDIANA	12,3	10,9	9,9	7,9	6,3	5,6	11,7	9,8	8,2
GRUPA AZOTY	12,9	13,3	9,8	6,0	6,0	4,8	10,3	10,2	7,5
Premia/dyskonto do spółki	5,0%	21,9%	-1,4%	-23,8%	-4,5%	-13,3%	-11,8%	4,5%	-8,9%
Wycena wg wskaźnika	70,5	60,7	75,1	95,8	77,8	86,0	84,9	70,5	81,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		68,8			86,5			79,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	78,1								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 28.07.2016

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16

W 2Q'16 obniżka cen gazu (ok. 40% r/r), która w głównej mierze odpowiadała za poprawę wyników finansowych spółki w ostatnich kwartałach, zostanie praktycznie skonsumowana przez niższe ceny kluczowych nawozów, szczególnie w obszarze saletrzanym i DAP/NPK. W Puławach, Kędzierzynie i Tarnowie spadek wyniku w nawozach powinien zneutralizować silniejszy segment tworzyw i chemii (melamina w Puławach, OXO w ZAK). W rezultacie w tych spółkach upatrujemy szansy poprawy ubiegłorocznych wyników. Zagrożeniem są Police, gdzie spadek cen i marż był relatywnie większy niż na pozostałych nawozach, a spółka mogła też mieć problemy z alokowaniem wolumenów. W 2Q'16 ceny DAP/NPK spadły o 27/17% r/r (-4/-10% q/q), a teoretyczne marże na ich produkcji o 29/4% (-6/-18% q/q). Sytuacji nie poprawi biel tytanowa czy amoniak, gdzie utrzymywały się niskie ceny. W Puławach wzrostu wyników oczekujemy w chemii, gdzie ceny melaminy wzrosły o ok. 3% r/r, a teoretyczna marża na ich produkcji o ok. 28% r/r. W przypadku słabego rynku mocznika oczekujemy przesunięcia wolumenów sprzedaży w stronę mocznika technicznego. Jest to pochodna dobrej koniunktury w branży meblowej i czasowych wyłączeń mocy produkcyjnych konkurencji (melamina). Również w kaprolaktamie oczekujemy poprawy (ceny/marże +7% q/q). Lepsze otoczenie w tworzywach powinno przełożyć się na wyniki samego Tarnowa. W ZAK mimo słabej koniunktury w nawozach saletrzanym oczekujemy poprawy w OXO, głównie w alkoholach, gdzie marże rok temu były wyjątkowo niskie. W związku ze znaczącym spadkiem cen siarki erozji marży oczekujemy w Siarkopolu (w okolicach „break even” wobec +16 mln PLN EBITDA w 2Q'15). Reasumując, spodziewamy się utrzymania skonsolidowanej, oczyszczonej EBITDA grupy w okolicach 290 mln PLN. W wynikach raportowanych kalkulujemy 46,4 mln PLN odpisu na należnościach afykańskiej spółki (Police), o czym spółka informowała w RB z 22.07.2016. Wg wcześniejszych komunikatów potencjalny odpis na senegalskich złożach fosforu może sięgnąć nawet 290 mln PLN. Blisko 20% spadek przychodów to efekt głównie niższych cen nawozów i pozostałych produktów chemicznych.

Prognozy wyników na 2Q'2016 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	2 280,7	1 835,2	-19,5%	5 119,7	4 310,8	-15,8%	10 024,4	8 378,6	-16,4%	9 285,9	10,8%
Wynik brutto na sprzedaży	516,9	500,7	-3,1%	1 204,3	1 231,6	2,3%	2 264,2	2 241,4	-1,0%	2 296,1	2,4%
EBITDA	293,0	240,2	-18,0%	777,6	756,8	-2,7%	1 314,8	1 291,3	-1,8%	1 343,7	4,1%
EBITDA adj.	293,0	286,6	-2,2%	777,6	803,2	3,3%	1 358,3	1 337,7	-1,5%	1 343,7	0,5%
EBIT	172,3	113,8	-33,9%	535,1	503,1	-6,0%	830,0	784,9	-5,4%	793,7	1,1%
Zysk brutto	175,6	117,0	-33,4%	532,7	497,4	-6,6%	839,1	785,1	-6,4%	770,6	-1,9%
Zysk netto	126,6	93,9	-25,8%	402,8	366,3	-9,1%	609,5	568,4	-6,7%	550,4	-3,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,7%	27,3%		23,5%	28,6%		22,6%	26,8%		24,7%	
Marża EBITDA adj.	12,8%	15,6%		15,2%	18,6%		13,6%	16,0%		14,5%	
Marża EBIT	7,6%	6,2%		10,5%	11,7%		8,3%	9,4%		8,5%	
Marża zysku netto	5,6%	5,1%		7,9%	8,5%		6,1%	6,8%		5,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Kluczową inwestycją w Tarnowie jest nowa fabryka poliamidów 6, która pozwoli na przerób kaprolaktamu z Puław i wydłużenie łańcuch produktowego. Koniec inwestycji zaplanowano na 2016/2017 rok. W Puławach spółka ma obecnie mniejsze inwestycje. Tam główny program inwestycyjny ma być realizowany w 2017-2019 roku. Inwestycja w EC400 stoi pod znakiem zapytania. W ZAK, podobnie jak w Tarnowie grupa prowadzi najbardziej kosztowne inwestycje (koniec EC 25 MWe). W Policach są to inwestycje głównie środowiskowe.

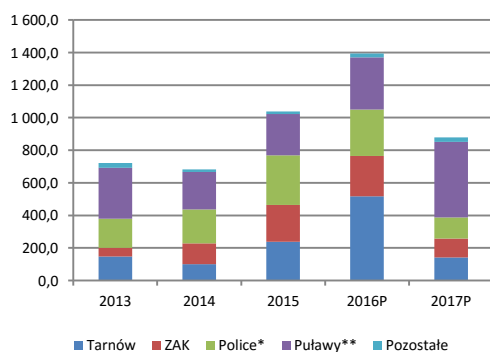
W relacji do projektów inwestycyjnych, jakie kalkulowaliśmy w poprzednim raporcie (listopad 2015) brakuje instalacji ATS w Puławach o wartości 120 mln PLN (zawieszenie wszelkich projektów z Lotosem). Do tej pory spółka nie podała szczegółów odnośnie instalacji zgazowania węgla, choć projekt ten wydaje się raczej pewny (brak w planie CAPEX).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	RAZEM
intensyfikacja zdolności prod. amoniaku	ATT	45			4	40						45
IOS	ATT	45			11	34						45
Instalacja odazotowania	ATT	45			17	22						40
Turbozespół 20 MW w EC	ATT	63		8	26	29						63
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	320		2	86	232						320
Granulacja mechaniczna II	ATT	141		6	36	100						141
Budowa nowego stokażu kwasu azotowego (etap I)	ATT	15				7	8					15
wytwórnia katalizatora żelazowo-chromowego	ATT	28				3	25					28
Pozostałe Tarnów	ATT		148	83	59	50	110	110	110	110	110	890
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	ZAP	138	47	51	36							135
Wymiana turbozespołu TG2	ZAP	99				40	59					99
Budowa stokażu amoniaku 15k	ZAP	109	47	20								67
EC 400MWe*	ZAP	1 125			5		113	563	450			1 130
Kwas azotowy	ZAP	695				25	115	200	135	115	105	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385			9	66	120	45	95	50	0	385
Terminal przeładunkowo-magazynowy siarki w GZNF	ZAP	40				20	20					40
Pozostałe ZAP	ZAP		219	158	210	169	150	150	150	150	150	1 507
Uruchomienie ciągłej produkcji Oxoplast OT	ZAK	42	2	29	12							42
Instalacja RSM+ baza logistyczna	ZAK	21			15							15
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap I)	ZAK	375	4	61	134	175						375
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap II)	ZAK	375					66	134	175			375
Pozostałe ZAK	ZAK		47	39	64	71	50	50	50	101	101	573
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	167	50	60	25	32						167
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	156		6	61	88						156
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	PCE	67			3	32	32					67
Zakup AIG	PCE	103	10	22	71							103
Poszukiwanie fosforytów	PCE		7	24		26						58
PDH*	PCE	1 675			33	323	485	647	39			1 527
Pozostałe PCE	PCE		118	112	120	108	97	86	86	86	86	900
instalacja pastylkowania siarki	Siarko.	25	10	7	4							21
otwory eksploatacyjne siarki	Siarko.	25	3	5	4	4	4	4				25
wykup działek pod eksploatację	Siarko.	3			1	2						3
Pozostałe Siarko.	Siarko.		16	3	5	19	23	10	15	15	15	122
RAZEM		6 324	721	682	1 076	1 719	1 476	1 999	1 305	627	567	10 172
RAZEM (bez PDH, EC400)*		3 524	721	682	1 039	1 395	878	790	817	627	567	7 515

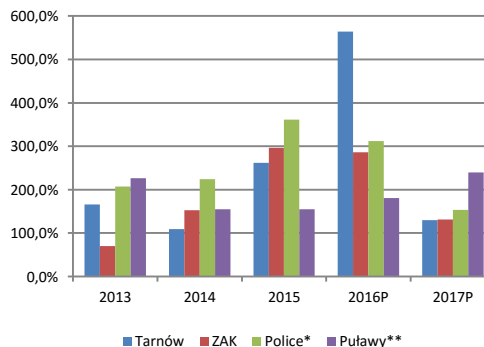
Źródło: BDM S.A., Spółki. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF.

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 zmiany w programie inwestycyjnym

W lutym 2016 roku MSP jak i zarząd spółki poinformował o przeglądzie strategicznych inwestycji. Wg późniejszych wypowiedzi zmiany mają dotyczyć:

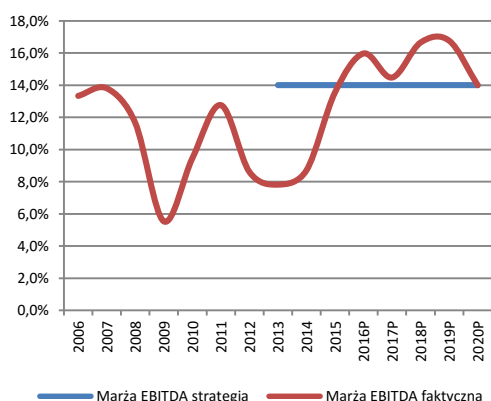
- gazowej elektrociepłowni 400 MWe w Puławach (zaniechanie/zmniejszenie mocy/zmiana paliwa na węgiel)
W naszym modelu NPV projektu w optymistycznym wariantcie (wsparcie dla kogeneracji gazowej po 2020 roku) wynosiło 0 PLN. Rezygnację z projektu bądź jego zmniejszenie oceniamy pozytywnie z uwagi na brak ryzyka inwestycyjnego;
- powstania nowej instalacji zgazowania węgla w Kędzierzynie (nieuwzględnione w modelu z uwagi na brak szczegółów)
Projekt zgazowania węgla powrócił w czerwcu'15 przy okazji programu pomocowego do śląskiego górnictwa (Śląsk 2.0). Pojawiły się 3 warianty, a koszt miał sięgać 1,8-4,2 mld PLN. W październiku'15 pojawiły się informacje, że koszt projektu to 2,4 mld PLN (instalacja produkująca metanol), a w projekt mają być zaangażowane KGHM i Tauron. Do tej pory nie ma żadnych szczegółów. Realizacja jakiegokolwiek wariantu zgazowania węgla wpłynie negatywnie na naszą wycenę;
- instalacji PDH w Policach (zaniechanie kosztem budowy zgazowania węgla w ZAK):
Przy obecnych cenach propylenu/propanu projekt ma pozytywny wpływ na naszą wycenę w wysokości ok. 6,6 PLN/akcję. Ewentualna rezygnacja z tego projektu kosztem budowy instalacji zgazowania węgla miałaby istotny, negatywny wpływ na naszą wycenę;
- II etapu węglowej elektrociepłowni w ZAK (zaniechanie kosztem instalacji zgazowania węgla)
Budowę nowej EC warunkują przepisy środowiskowe. I etap 25 MWe spółka zakończy w 2016 roku. Wciąż nie ma decyzji o realizacji drugiego etapu. Rezygnacja z tego projektu miałaby pozytywny wpływ na naszą wycenę;
- inwestycji w złoża fosforytów w Senegal (zaniechanie bądź decyzja o budowie- CAPEX 60-80 mln USD)
W maju'16 spółka poinformowała o błędach w sprawozdaniu finansowym za 2015 rok. Potencjalny odpis ok. 290 mln PLN miał dotyczyć senegalskich aktywów. Pierwsze złożo (Lam Lam) zostało wyczerpane już w 2014 roku, mimo iż pierwotna żywotność była przewidywana do 2017 roku, a poprzedni zarząd spółki komunikował o dostawach z tego złoża w 2015 roku. W przypadku drugiego złoża wciąż nie ma koncesji wydobywczej. Wg spółki koszt kopalni fosforytów na drugim złożu to 60-80 mln USD. Realizacja tego projektu, przy obecnie niskich cenach fosforytów, miałaby negatywny wpływ na naszą wycenę.

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).

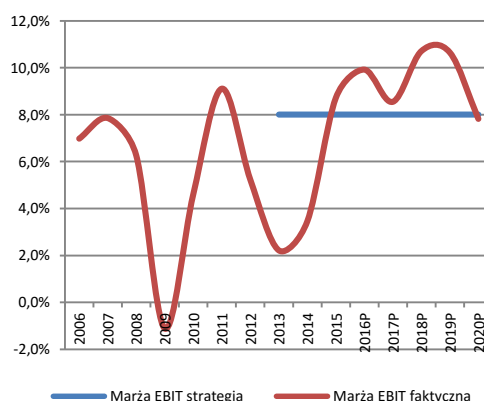
Praktycznie już w 2015 roku spółka zrealizowała swoje cele rentowności (marża EBITDA/EBIT 14%/8%) dzięki głównie niskim cenom gazu i efektem synergii. Oczekujemy, że sprzyjające warunki rynkowe, program inwestycyjny i oszczędnościowy pozwolą na przekroczenie zakładanej rentowności w najbliższych latach (marża EBITDA ok. 16% wobec celu 14%). Zakładamy ok. 7 mld PLN nakładów inwestycyjnych do 2020 roku (z inwestycjami odtworzeniowymi ponad 10 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



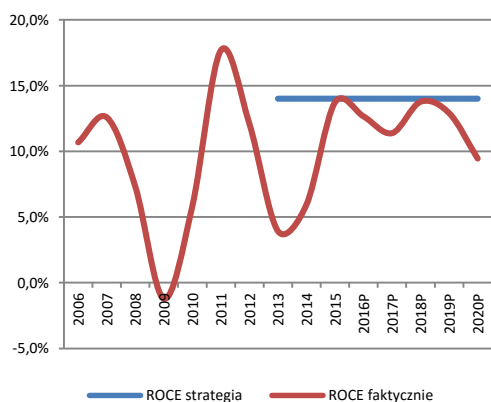
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

Marża EBIT



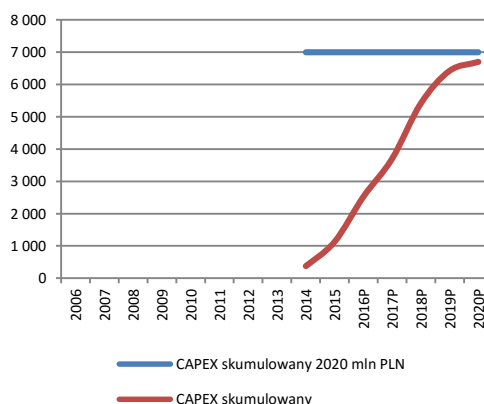
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

ROCE*



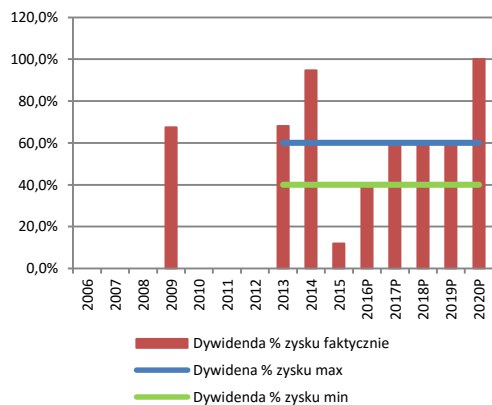
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *- oczyszczony EBIT/kapitał własny

CAPEX*



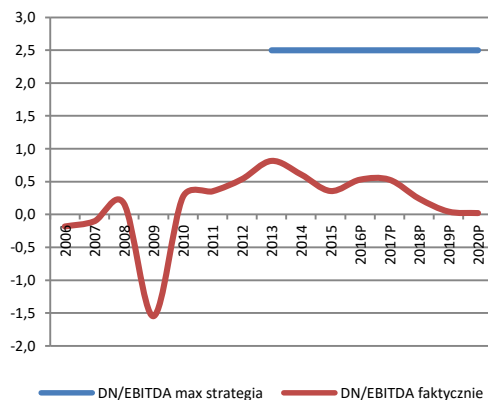
Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty. *- bez nakładów odtworzeniowych (skumulowane 2020P ok. 2,4 mld PLN). Bez uwzględniania projektu zgazowania węgla.

Stopa wypłaty dywidendy



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

Dług netto/EBITDA



Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia kwartalne

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	421,5	445,3
Pszenica [USD/t]	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	154,9	163,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	49,9	50,7
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,7	2,2
Gaz Zeebruge [USD/MMBTU]	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,6	4,2
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	6,0	5,9
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	323,8	317,3	294,2	319,7	346,7	319,0	297,9	304,1	299,1	218,8	240,0	240,0
Saletrzak [EUR/t]	252,9	254,8	230,7	248,0	266,8	249,1	232,5	232,5	226,5	168,5	184,9	184,9
Siarczan amonu [USD/t]	143,2	123,6	143,7	143,9	151,3	147,2	139,4	130,4	131,3	124,9	125,9	129,4
Mocznik [USD/t]	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	220,0	240,0
RSM [USD/t]	199,7	175,0	171,3	185,3	221,7	178,7	164,0	148,9	135,9	129,0	143,0	148,3
NPK [USD/t]	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	300,0	300,0
DAP [USD/t]	478,0	454,7	496,0	465,3	478,3	453,0	455,0	410,0	346,7	331,7	370,0	380,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 903,3	1 933,3	1 952,7	1 819,2	1 531,7	1 736,7	1 633,9	1 507,5	1 428,5	1 530,8	1 500,0	1 500,0
Poliamid [EUR/t]	2 033,3	2 075,0	2 075,0	1 900,0	1 616,7	1 800,0	1 725,0	1 533,3	1 475,0	1 520,0	1 560,0	1 560,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 525,0	1 525,0	1 521,3	1 478,3	1 380,3	1 413,7	1 400,7	1 286,0	1 248,3	1 193,3	1 255,5	1 272,0
2EH [EUR/t]	1 410,3	1 388,3	1 385,0	1 374,3	1 140,3	1 200,3	1 163,3	917,3	840,3	857,7	902,4	914,2
Melamina [EUR/t]	1 353,0	1 334,3	1 304,2	1 333,3	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 360,0	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 343,3	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 038,3	1 955,0	1 971,7	1 980,0	2 000,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	807,6
Fosforyty [USD/t]	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	108,8	111,8
Sól potasowa [USD/t]	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	280,0	300,0
Siarka* [USD/t]	140,0	167,0	167,0	167,0	167,0	163,7	162,0	145,0	142,0	117,3	117,3	117,3
Benzen [USD/t]	1 013,0	1 009,9	1 062,8	895,2	544,6	725,3	695,8	572,8	553,2	594,5	625,5	633,7
Węgiel [PLN/t]	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	807,4	774,7	681,1	799,6	928,0	802,7	775,4	834,1	871,9	565,0	695,3	702,4
Saletrzak	188,1	190,8	92,6	175,1	282,1	220,7	222,3	254,8	299,1	113,7	241,4	249,3
Siarczan amonu	101,8	9,4	68,5	9,6	182,1	181,6	160,9	163,9	253,1	218,6	215,4	209,9
Mocznik	298,4	185,3	294,6	342,6	400,9	362,0	387,0	357,3	216,0	245,3	384,4	465,2
RSM	375,0	269,0	255,2	320,7	487,6	309,0	289,9	245,5	228,7	234,9	326,5	354,8
NPK	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	509,4	484,7
DAP	699,1	622,2	782,0	744,9	902,5	808,1	848,0	709,2	610,9	572,7	697,9	723,0
Kaprolaktam	3 724,3	3 847,3	3 715,6	3 893,1	4 138,2	4 133,0	3 928,1	3 989,1	3 819,3	4 093,7	3 838,5	3 818,0
Poliamid	4 268,1	4 437,6	4 226,4	4 233,6	4 494,6	4 391,8	4 309,6	4 099,3	4 022,1	4 046,4	4 101,8	4 082,5
Alkohole (2EH)	1 178,2	1 058,3	1 334,8	1 621,9	1 443,6	667,4	1 313,4	1 453,3	1 316,5	1 039,1	1 097,6	1 116,6
Plastyfikatory (Oxo C)	1 229,3	1 593,0	1 401,6	1 487,0	2 627,2	2 556,7	3 055,4	2 796,9	2 906,4	2 304,2	2 433,7	2 475,9
Melamina	3 537,0	3 432,8	3 318,8	3 495,3	3 575,1	3 550,2	3 830,3	4 004,5	4 302,1	4 555,2	4 708,5	4 744,7
Biel tytanowa	7 264,8	7 275,2	7 347,4	7 399,4	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 230,5	6 082,4	6 046,3	6 119,1	6 224,6

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

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P
Przychody	2 702,8	2 165,0	2 117,3	2 371,4	2 643,7	2 112,4	2 213,7	2 352,4	2 328,7	1 835,2	1 943,5	2 124,2
Nawozy	1 592,6	1 233,4	1 179,7	1 469,8	1 737,5	1 226,7	1 470,7	1 594,5	1 552,6	1 031,5	1 222,7	1 332,9
wieloskładnikowe	382,0	372,0	362,0	402,0	516,4	451,0	505,0	496,0	491,0	447,1	482,1	465,9
saletrzane	704,6	479,4	534,2	654,5	745,3	402,6	633,1	656,0	639,6	315,1	498,5	536,4
mocznik	292,7	230,7	114,6	256,2	278,6	228,1	157,7	320,1	295,2	140,9	104,1	196,8
siarczan amonu	41,0	35,0	61,1	54,6	47,0	43,0	47,0	42,4	29,9	38,2	43,8	51,6
RSM	106,1	116,3	107,8	102,6	150,1	102,1	128,0	79,9	96,9	90,3	94,1	82,2
Tworzywa	375,0	357,2	381,6	345,4	331,0	340,2	280,5	282,2	278,3	302,1	284,5	304,9
Poliamidy	227,8	222,9	229,8	201,8	207,9	215,0	201,4	177,8	195,0	194,2	190,9	186,8
Kapolaktam	149,9	134,4	151,9	143,7	123,1	125,2	79,1	104,4	83,2	107,9	93,6	118,1
Chemia	650,8	560,0	542,8	539,6	555,6	531,3	445,9	457,1	474,5	487,3	419,8	467,8
Alkohole	248,8	201,8	223,1	211,6	184,7	141,1	109,5	111,4	115,4	107,9	89,1	114,6
Plastyfikatory	45,8	38,7	32,0	35,8	54,2	49,0	38,6	48,2	60,8	44,3	36,3	49,3
Melamina	88,4	101,0	85,0	99,0	96,0	99,0	99,0	99,0	100,0	149,0	127,4	131,1
Mocznik techniczny	69,6	60,0	62,0	61,0	65,0	76,0	67,0	64,0	37,3	48,9	47,5	53,7
Pigmenty	80,2	86,0	76,3	57,2	76,1	79,6	57,2	56,6	71,1	75,8	67,6	57,4
Udział %												
Nawozy	58,9%	57,0%	55,7%	62,0%	65,7%	58,1%	66,4%	67,8%	66,7%	56,2%	62,9%	62,7%
wieloskładnikowe	14,1%	17,2%	17,1%	17,0%	19,5%	21,3%	22,8%	21,1%	21,1%	24,4%	24,8%	21,9%
saletrzane	26,1%	22,1%	25,2%	27,6%	28,2%	19,1%	28,6%	27,9%	27,5%	17,2%	25,6%	25,3%
mocznik	10,8%	10,7%	5,4%	10,8%	10,5%	10,8%	7,1%	13,6%	12,7%	7,7%	5,4%	9,3%
siarczan amonu	1,5%	1,6%	2,9%	2,3%	1,8%	2,0%	2,1%	1,8%	1,3%	2,1%	2,3%	2,4%
RSM	3,9%	5,4%	5,1%	4,3%	5,7%	4,8%	5,8%	3,4%	4,2%	4,9%	4,8%	3,9%
Tworzywa	13,9%	16,5%	18,0%	14,6%	12,5%	16,1%	12,7%	12,0%	11,9%	16,5%	14,6%	14,4%
Poliamidy	8,4%	10,3%	10,9%	8,5%	7,9%	10,2%	9,1%	7,6%	8,4%	10,6%	9,8%	8,8%
Kapolaktam	5,5%	6,2%	7,2%	6,1%	4,7%	5,9%	3,6%	4,4%	3,6%	5,9%	4,8%	5,6%
Chemia	24,1%	25,9%	25,6%	22,8%	21,0%	25,1%	20,1%	19,4%	20,4%	26,6%	21,6%	22,0%
Alkohole	9,2%	9,3%	10,5%	8,9%	7,0%	6,7%	4,9%	4,7%	5,0%	5,9%	4,6%	5,4%
Plastyfikatory	1,7%	1,8%	1,5%	1,5%	2,1%	2,3%	1,7%	2,1%	2,6%	2,4%	1,9%	2,3%
Melamina	3,3%	4,7%	4,0%	4,2%	3,6%	4,7%	4,5%	4,2%	4,3%	8,1%	6,6%	6,2%
Mocznik techniczny	2,6%	2,8%	2,9%	2,6%	2,5%	3,6%	3,0%	2,7%	1,6%	2,7%	2,4%	2,5%
Pigmenty	3,0%	4,0%	3,6%	2,4%	2,9%	3,8%	2,6%	2,4%	3,1%	4,1%	3,5%	2,7%
Przychody	2 702,8	2 165,0	2 117,3	2 371,4	2 643,7	2 112,4	2 213,7	2 352,4	2 328,7	1 835,2	1 943,5	2 124,2
GK ZAT	503,1	409,8	464,4	470,0	500,4	370,4	468,4	437,5	436,2	283,2	388,4	375,2
GK ZAK	572,0	471,0	491,0	522,0	543,0	397,0	435,0	441,0	441,0	301,3	311,5	362,8
GK Police	631,5	617,2	505,0	658,8	746,1	693,7	600,1	701,8	686,5	617,6	529,8	633,4
GK Puławy	983,4	847,5	846,2	987,4	1 070,4	827,8	935,3	980,6	951,5	694,7	725,8	771,8
Siarkopol	61,9	76,3	65,7	78,9	90,1	90,9	76,2	79,2	81,4	68,3	56,5	63,3
EBITDA	325,1	239,2	126,3	131,8	484,6	293,0	223,5	313,8	516,7	240,2	235,4	299,0
GK ZAT	40,5	8,3	8,9	4,8	52,8	17,5	23,1	-10,5	71,1	92,7	22,7	0,7
GK ZAK	69,0	54,0	31,0	20,0	93,0	27,0	35,0	68,0	104,0	33,0	44,6	58,7
GK Police	50,7	51,7	27,9	43,2	94,5	83,1	39,1	76,8	106,6	2,9	49,3	66,1
GK Puławy	148,7	118,3	40,5	86,4	227,5	144,3	118,2	172,3	227,1	159,8	123,5	176,6
Siarkopol	-0,1	8,2	6,0	11,8	17,1	16,6	11,9	-2,3	11,6	1,9	-1,0	0,6
Marża EBITDA	12,0%	11,0%	6,0%	5,6%	18,3%	13,9%	10,1%	13,3%	22,2%	13,1%	12,1%	14,1%
GK ZAT	8,0%	2,0%	1,9%	1,0%	10,5%	4,7%	4,9%	-2,4%	16,3%	32,7%	5,9%	0,2%
GK ZAK	12,1%	11,5%	6,3%	3,8%	17,1%	6,8%	8,0%	15,4%	23,6%	11,0%	14,3%	16,2%
GK Police	8,0%	8,4%	5,5%	6,6%	12,7%	12,0%	6,5%	10,9%	15,5%	0,5%	9,3%	10,4%
GK Puławy	15,1%	14,0%	4,8%	8,8%	21,3%	17,4%	12,6%	17,6%	23,9%	23,0%	17,0%	22,9%
Siarkopol	-0,1%	10,8%	9,2%	15,0%	19,0%	18,3%	15,6%	-2,9%	14,2%	2,8%	-1,7%	1,0%
Produkcja NH3	624,4	538,8	500,9	560,7	641,2	529,5	530,0	564,2	578,6	560,8	504,8	571,6
Produkcja PA6 i POM	26,8	25,8	26,5	25,2	30,7	29,2	27,9	27,2	30,3	29,2	27,9	27,2
Produkcja kaprolaktamu	24,9	22,7	23,6	23,0	27,1	25,7	24,6	24,1	26,2	25,7	24,6	24,1
Produkcja alkoholi	46,0	38,1	41,3	39,6	43,6	33,3	26,0	33,1	37,4	33,3	26,0	33,1
Produkcja plastyfikatorów	7,2	6,1	5,0	5,7	9,4	8,5	6,6	8,8	11,2	8,5	6,6	8,8

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

Główne założenia roczne

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	588,3	507,4	465,5	470,5	421,5	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3
Pszenica [USD/t]	216,2	186,4	171,0	172,9	154,9	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	99,5	53,7	35,1	47,0	49,9	50,7	45,7	53,4	55,8	57,6	59,3	59,3
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	4,3	2,6	2,3	3,2	3,0	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz Zeebrugge [USD/MMBTU]	8,1	6,4	4,4	5,6	5,7	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	11,2	8,4	6,4	7,1	7,7	7,9	8,0	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	313,7	316,9	249,5	270,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0
Saletrzak [EUR/t]	246,6	245,2	191,2	207,0	222,3	222,3	222,3	222,3	222,3	222,3	222,3	222,3
Siarczan amonu [USD/t]	138,6	142,1	127,9	141,1	143,8	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6
Mocznik [USD/t]	313,6	268,7	212,7	260,0	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
RSM [USD/t]	182,8	178,3	135,9	129,0	143,0	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3
NPK [USD/t]	344,1	322,7	290,5	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	473,5	449,1	357,1	410,0	420,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 902,1	1 602,4	1 489,8	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0
Poliamid [EUR/t]	2 020,8	1 668,8	1 528,8	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0	1 664,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 512,4	1 370,2	1 242,3	1 413,0	1 449,1	1 467,2	1 511,0	1 511,0	1 511,0	1 511,0	1 511,0	1 511,0
2EH [EUR/t]	1 389,5	1 105,3	878,6	999,4	1 024,9	1 037,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7
Melamina [EUR/t]	1 331,2	1 349,6	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4
Biel tytanowa [EUR/t]	2 348,3	2 157,5	1 976,7	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 243,7	1 114,6	873,9	968,2	1 024,7	1 032,0	1 052,8	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3
Fosforyty [USD/t]	123,0	127,5	106,8	120,6	123,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5
Sól potasowa [USD/t]	291,5	298,5	267,0	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka* [USD/t]	160,3	159,4	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5
Benzen [USD/t]	995,2	634,6	601,7	684,4	701,9	710,7	731,9	731,9	731,9	731,9	731,9	731,9
Węgiel [PLN/t]	253,9	246,3	234,0	238,7	243,5	248,3	253,3	258,4	263,5	268,8	274,2	279,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	232,5	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	765,7	835,1	708,9	781,3	845,9	842,7	833,6	825,0	825,0	825,0	825,0	825,0
Saletrzak	161,7	245,0	226,3	247,7	276,7	271,6	257,0	243,3	243,3	243,3	243,3	243,3
Siarczan amonu	47,3	172,1	224,1	255,0	241,4	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5
Mocznik	280,2	376,8	328,2	451,2	513,8	525,3	513,4	502,3	502,3	502,3	502,3	502,3
RSM	305,0	333,0	272,2	218,7	260,3	281,3	273,7	266,4	266,4	266,4	266,4	266,4
NPK	383,8	468,8	482,9	493,6	478,1	471,8	467,7	463,8	463,8	463,8	463,8	463,8
DAP	712,1	817,0	651,5	759,3	752,0	754,1	749,5	745,2	745,2	745,2	745,2	745,2
Kaprolaktam	3 795,1	4 048,8	3 892,6	4 094,1	4 016,0	3 976,9	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0
Poliamid	4 291,4	4 326,3	3 892,6	4 094,1	4 016,0	3 976,9	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0
Alkohole (2EH)	1 389,5	1 105,3	878,6	999,4	1 024,9	1 037,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7	1 068,7
Plastyfikatory (Oxo C)	1 427,7	2 759,1	2 530,4	2 936,3	3 011,2	3 048,8	3 139,8	3 139,8	3 139,8	3 139,8	3 139,8	3 139,8
Melamina	3 446,0	3 739,9	4 578,0	4 539,5	4 442,9	4 430,4	4 394,9	4 361,5	4 361,5	4 361,5	4 361,5	4 361,5
Biel tytanowa	7 321,7	6 471,5	6 116,5	6 393,1	6 440,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	9 357	9 119	8 011	9 162	9 581	9 669	9 724	9 724	9 724	9 724	9 724	9 724
Nawozy	5 475	5 863	4 984	5 721	6 043	6 081	6 110	6 110	6 110	6 110	6 110	6 110
wieloskładnikowe	1 518	1 997	1 896	2 174	2 199	2 222	2 251	2 251	2 251	2 251	2 251	2 251
saletrzone	2 373	2 434	1 945	2 146	2 305	2 285	2 285	2 285	2 285	2 285	2 285	2 285
mocznik	894	794	576	798	892	905	905	905	905	905	905	905
siarczan amonu	192	180	210	253	256	260	260	260	260	260	260	260
RSM	433	458	357	349	391	409	409	409	409	409	409	409
Tworzywa	1 459	1 182	1 119	1 276	1 306	1 328	1 328	1 328	1 328	1 328	1 328	1 328
Poliamidy	882	737	666	901	1 130	1 302	1 302	1 302	1 302	1 302	1 302	1 302
Kapolaktam	580	445	453	375	176	26	26	26	26	26	26	26
Chemia	2 293	2 006	1 835	2 092	2 159	2 187	2 213	2 213	2 213	2 213	2 213	2 213
Alkohole	885	547	556	645	662	670	690	690	690	690	690	690
Plastyfikatory	152	190	181	210	215	218	225	225	225	225	225	225
Melamina	373	469	527	548	559	570	570	570	570	570	570	570
Mocznik techniczny	253	236	188	228	249	253	253	253	253	253	253	253
Pigmenty	300	269	272	325	325	325	325	325	325	325	325	325
Udział %	98,6%	99,2%	99,1%	99,2%	99,2%	99,2%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%
Nawozy	58,5%	64,3%	62,2%	62,4%	63,1%	62,9%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%
wieloskładnikowe	16,2%	21,9%	23,7%	23,7%	23,0%	23,0%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%
saletrzone	25,4%	26,7%	24,3%	23,4%	24,1%	23,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
mocznik	9,6%	8,7%	7,2%	8,7%	9,3%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
siarczan amonu	2,0%	2,0%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
RSM	4,6%	5,0%	4,5%	3,8%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Tworzywa	15,6%	13,0%	14,0%	13,9%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Poliamidy	9,4%	8,1%	8,3%	9,8%	11,8%	13,5%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Kapolaktam	6,2%	4,9%	5,7%	4,1%	1,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Chemia	24,5%	22,0%	22,9%	22,8%	22,5%	22,6%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%
Alkohole	9,5%	6,0%	6,9%	7,0%	6,9%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Plastyfikatory	1,6%	2,1%	2,3%	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Melamina	4,0%	5,1%	6,6%	6,0%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Mocznik techniczny	2,7%	2,6%	2,3%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Pigmenty	3,2%	3,0%	3,4%	3,6%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Przychody	9 898	10 024	8 379	9 286	9 702	9 788	9 843	9 843	9 843	9 843	9 843	9 843
GK ZAT	1 847	1 777	1 483	1 577	1 874	2 044	2 044	2 044	2 044	2 044	2 044	2 044
GK ZAK	2 056	1 816	1 417	1 679	1 771	1 787	1 813	1 813	1 813	1 813	1 813	1 813
GK Police	2 412	2 742	2 467	2 989	3 073	3 123	3 146	3 146	3 146	3 146	3 146	3 146
GK Puławy	3 664	3 814	3 144	3 279	3 434	3 454	3 454	3 454	3 454	3 454	3 454	3 454
Siarkopol	283	336	270	267	262	257	257	257	257	257	257	257
EBITDA	822	1 315	1 291	1 344	1 615	1 640	1 377	1 455	1 436	1 412	1 390	1 364
GK ZAT	63	83	187	127	237	298	254	257	253	245	238	230
GK ZAK	174	223	240	252	300	291	258	260	255	250	245	239
GK Police	173	293	225	293	317	321	280	288	282	276	269	262
GK Puławy	394	662	687	660	755	729	584	650	648	645	642	638
Siarkopol	26	43	13	11	6	2	1	-1	-2	-3	-4	-6
Marża EBITDA	8,3%	13,1%	15,4%	14,5%	16,6%	16,8%	14,0%	14,8%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%
GK ZAT	3,4%	4,7%	12,6%	8,1%	12,6%	14,6%	12,4%	12,6%	12,4%	12,0%	11,7%	11,3%
GK ZAK	8,5%	12,3%	17,0%	15,0%	17,0%	16,3%	14,3%	14,4%	14,1%	13,8%	13,5%	13,2%
GK Police	7,2%	10,7%	9,1%	9,8%	10,3%	10,3%	8,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,3%
GK Puławy	10,8%	17,4%	21,9%	20,1%	22,0%	21,1%	16,9%	18,8%	18,8%	18,7%	18,6%	18,5%
Siarkopol	9,2%	12,9%	4,9%	3,9%	2,4%	0,7%	0,2%	-0,2%	-0,7%	-1,2%	-1,7%	-2,3%
Produkcja NH3	2 244,6	2 269,0	2 206,1	2 338,8	2 339,4	2 340,3	2 340,3	2 305,7	2 305,7	2 305,7	2 305,7	2 305,7
wykorzystanie mocy	100%	101%	98%	101%	101%	101%	101%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja PA6 i POM	104,3	114,9	102,0	126,0	158,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0
wykorzystanie mocy	102%	113%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja kaprolaktamu	94,1	101,5	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
wykorzystanie mocy	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja alkoholi	164,9	135,9	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	102%	84%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja plastyfikatorów	24,0	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2
wykorzystanie mocy	34%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	6 781	7 228	7 799	8 196	8 491	8 785	8 874	8 901	8 920	8 936	8 946	8 954
Wartości niematerialne i prawne	523	545	556	571	587	602	617	631	644	656	667	677
Rzeczowe aktywa trwałe	5 966	6 430	6 990	7 372	7 651	7 930	8 004	8 017	8 024	8 027	8 026	8 024
Aktywa obrotowe	3 167	3 549	3 024	3 156	3 349	3 459	3 299	3 255	3 241	3 298	3 454	3 608
Zapasy	1 348	1 181	1 017	1 123	1 172	1 181	1 188	1 188	1 188	1 188	1 188	1 188
Należności krótkoterminowe	1 168	1 080	973	1 075	1 121	1 130	1 136	1 136	1 136	1 136	1 136	1 136
Inwestycje krótkoterminowe	627	1 256	1 002	926	1 025	1 116	943	899	885	942	1 098	1 253
-środki pieniężne i ekwiwalenty	559	753	499	423	522	613	440	396	382	439	595	750
Aktywa razem	9 948	10 777	10 822	11 352	11 840	12 244	12 173	12 155	12 161	12 233	12 400	12 562
Kapitał (fundusz) własny	5 759	6 367	6 549	6 930	7 504	8 038	8 107	8 232	8 387	8 486	8 586	8 682
Kapitał (fundusz) podstawowy	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
Kapitał (fundusz) zapasowy	2 418	2 418	3 104	3 503	3 878	4 400	4 671	4 734	4 898	5 012	5 126	5 238
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 612	2 683	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380	2 380
Zysk (strata) netto okresu	231	769	568	550	750	762	560	621	612	598	583	568
Udziały mniejszości	729	769	835	909	992	1 076	1 143	1 215	1 286	1 356	1 423	1 488
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 460	3 641	3 438	3 512	3 344	3 130	2 923	2 708	2 488	2 391	2 391	2 391
Rezerwy na zobowiązania	899	980	980	980	980	980	980	980	980	980	980	980
Zobowiązania długoterminowe	539	1 112	1 051	1 021	841	661	481	301	116	48	48	48
-oprocentowane	589	177	243	223	178	133	98	63	28	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	2 020	1 548	1 405	1 509	1 520	1 487	1 459	1 424	1 389	1 361	1 361	1 361
-oprocentowane	589	177	243	223	178	133	98	63	28	0	0	0
Pasywa razem	9 948	10 777	10 822	11 352	11 840	12 244	12 173	12 155	12 161	12 233	12 400	12 562
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	9 898	10 024	8 379	9 286	9 702	9 788	9 843	9 843	9 843	9 843	9 843	9 843
Koszty produktów, tow. i materiałów	8 232	7 760	6 137	6 990	7 090	7 128	7 423	7 415	7 411	7 411	7 409	7 408
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 667	2 264	2 241	2 296	2 612	2 660	2 420	2 429	2 433	2 433	2 434	2 436
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 321	1 370	1 349	1 426	1 493	1 534	1 560	1 585	1 610	1 635	1 662	1 689
Zysk (strata) na sprzedaży	346	894	893	870	1 119	1 126	860	844	823	797	773	747
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-44	-64	-108	-77	-80	-84	-90	0	0	0	0	0
EBITDA	822	1 315	1 291	1 344	1 615	1 640	1 377	1 455	1 436	1 412	1 390	1 364
EBIT	302	830	785	794	1 039	1 042	770	844	823	797	773	747
Saldo działalności finansowej	-13	-5	-11	-35	-23	-11	-8	-1	8	13	18	22
Zysk (strata) brutto	304	839	785	771	1 028	1 044	775	856	843	823	803	782
Zyski (straty) mniejszości	34	82	66	74	83	84	67	72	71	69	68	65
Zysk (strata) netto	231	609	568	550	750	762	560	621	612	598	583	568
CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	820	1 630	1 255	1 152	1 422	1 476	1 267	1 335	1 320	1 301	1 283	1 262
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-648	-1 503	-1 383	-961	-883	-902	-713	-655	-653	-649	-643	-636
Przepływy z działalności finansowej	-328	69	-127	-267	-440	-483	-727	-724	-681	-595	-484	-471
Przepływy pieniężne netto	-156	195	-254	-76	99	91	-173	-44	-14	57	156	155
Środki pieniężne na początek okresu	713	559	753	499	423	522	613	440	396	382	439	595
Środki pieniężne na koniec okresu	559	753	499	423	522	613	440	396	382	439	595	750

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	1,3%	-16,4%	10,8%	4,5%	0,9%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	59,9%	-1,8%	4,1%	20,2%	1,6%	-16,0%	5,6%	-1,3%	-1,7%	-1,6%	-1,9%
EBIT zmiana r/r	174,6%	-5,4%	1,1%	30,9%	0,3%	-26,1%	9,6%	-2,5%	-3,1%	-3,1%	-3,4%
Zysk netto zmiana r/r	163,5%	-6,7%	-3,2%	36,2%	1,6%	-26,5%	10,9%	-1,4%	-2,4%	-2,4%	-2,6%
Marża brutto na sprzedaży	22,6%	26,8%	24,7%	26,9%	27,2%	24,6%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%
Marża EBITDA	13,1%	15,4%	14,5%	16,6%	16,8%	14,0%	14,8%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%
Marża EBIT	8,3%	9,4%	8,5%	10,7%	10,6%	7,8%	8,6%	8,4%	8,1%	7,8%	7,6%
Marża brutto	8,4%	9,4%	8,3%	10,6%	10,7%	7,9%	8,7%	8,6%	8,4%	8,2%	7,9%
Marża netto	6,1%	6,8%	5,9%	7,7%	7,8%	5,7%	6,3%	6,2%	6,1%	5,9%	5,8%
COGS / przychody	77,4%	73,2%	75,3%	73,1%	72,8%	75,4%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%
SG&A / przychody	13,7%	16,1%	15,4%	15,4%	15,7%	15,9%	16,1%	16,4%	16,6%	16,9%	17,2%
SG&A / COGS	17,7%	22,0%	20,4%	21,1%	21,5%	21,0%	21,4%	21,7%	22,1%	22,4%	22,8%
ROE	9,6%	8,7%	7,9%	10,0%	9,5%	6,9%	7,5%	7,3%	7,0%	6,8%	6,5%
ROA	5,7%	5,3%	4,8%	6,3%	6,2%	4,6%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%
Dług	1 240,1	1 246,4	1 196,4	971,4	746,4	531,4	316,4	96,8	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	11,5%	11,5%	10,5%	8,2%	6,1%	4,4%	2,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	13,0%	13,0%	11,8%	8,9%	6,5%	4,6%	2,7%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	17,4%	16,9%	15,3%	11,4%	8,2%	5,7%	3,3%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	487,0	747,6	773,5	449,3	133,2	91,1	-79,5	-285,4	-439,1	-595,1	-749,6
Dług netto / kapitał własny	7,6%	11,4%	11,2%	6,0%	1,7%	1,1%	-1,0%	-3,4%	-5,2%	-6,9%	-8,6%
Dług netto / EBITDA	0,4	0,6	0,6	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Dług netto / EBIT	0,6	1,0	1,0	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0
EV	7 827,4	8 088,1	8 114,0	7 789,7	7 473,6	7 431,6	7 260,9	7 055,1	6 901,3	6 745,4	6 590,8
Dług / EV	15,8%	15,4%	14,7%	12,5%	10,0%	7,1%	4,4%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	10,6%	17,1%	10,6%	9,4%	9,5%	7,5%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	219,0%	256,6%	167,4%	147,9%	146,1%	113,8%	104,0%	103,0%	102,3%	101,6%	101,2%
Amortyzacja / Przychody	5,3%	6,7%	6,3%	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	-0,9%	1,0%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-218,9%	4,7%	10,3%	10,1%	9,2%	10,3%	-	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	12,0	12,9	13,3	9,8	9,6	13,1	11,8	12,0	12,3	12,6	12,9
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE*	6,7	6,8	6,7	5,5	5,4	6,3	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2
EV/EBITDA*	6,0	6,3	6,0	4,8	4,6	5,4	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8
EV/EBIT*	9,4	10,3	10,2	7,5	7,2	9,7	8,6	8,6	8,7	8,7	8,8
EV/S*	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	71,9	74,4	79,0	85,7	91,9	93,3	95,2	97,5	99,2	100,9	102,5
EPS	6,1	5,7	5,5	7,6	7,7	5,6	6,3	6,2	6,0	5,9	5,7
CEPS	11,0	10,8	11,1	13,4	13,7	11,8	12,4	12,4	12,2	12,1	11,9
FCFPS	-1,3	1,5	5,1	5,5	5,3	6,6	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0
DPS w okresie	0,3	0,8	1,7	1,8	2,3	4,9	5,0	4,6	5,0	4,9	4,7
Payout ratio	11,9%	39,9%	60,0%	60,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 74,0 PLN



Dom Maklerski BDM S.A.

ZCh POLICE

RAPORT ANALITYCZNY

W 2015 roku dzięki relatywnie lepszemu otoczeniu w nawozach wieloskładnikowych i wysokiemu wolumenowi sprzedaży (NPK/DAP +23% r/r) dynamika wzrostu EBITDA sięgała 60-70% r/r. W bieżącym roku tendencje te się odwróciły. Ceny/marże na nawozach wieloskładnikowych istotnie spadły (szczególnie w 2Q'16), relatywnie silniej niż w przypadku nawozów azotowych. Biorąc pod uwagę możliwość rozczarowania wynikami finansowymi w 2Q'16 (dynamika oczyszczonej EBITDA -40% r/r), a także brak oszczędności z tyt. wydobycia własnych fosforytów (wykrycie nieprawidłowości w senegalskiej spółce- przedwczesne zakończenie wydobycia) obniżamy prognozy wyników finansowych dla spółki w najbliższych latach, a także wycenę do 21,3 PLN/akcję utrzymując rekomendację TRZYMAJ. Wskazujemy dodatkowo, że projekt PDH, którego realizacja wydaje się być zagrożona przez koncepcję zgazowania węgla w Kędzierzynie, ma istotny, pozytywny wpływ na naszą wycenę rzędu 5,5 PLN/akcję. Decyzja o jego zaniechaniu może wpłynąć na dalsze obniżenie wyceny spółki.

W 2Q'16 Police powinny pokazać relatywnie najłagodniejsze wyniki w Grupie Azoty, co wynika głównie ze spadku cen nawozów DAP/NPK przy względnie stabilnej cenie fosforytów/soli potasowej. W rezultacie oczekujemy ok. 50 mln PLN oczyszczonej EBITDA (-41% r/r) przy ok. 11% r/r spadku przychodów. W wynikach raportowanych kalkulujemy ok. 46,4 mln PLN odpisu na należnościach, o czym spółka informowała w RB z 22.07.2016 (potencjalny odpis na złożach fosforytów nawet 290 mln PLN wg RB z 30.05.2016).

Otoczenie w nawozach wieloskładnikowych w ostatnich latach było relatywnie lepsze niż w azotowych. Teraz, przy ogólnie słabszej koniunkturze (niskie ceny płodów rolnych, nadpodaż produkcji przy niskich kosztach gazu) tendencja ta wydaje się zmieniać. Wg czerwcowych projekcji IFA CAGR popytu na nawozy fosforowe/potasowe w latach 2016-2020 ma wynosić 1,7-2,3% r/r przy CAGR produkcji 2,5%-3,2% r/r, co spowoduje nadpodaż i presję na ceny, której nie zakładamy.

W 2016 roku spółka kończy kluczowe inwestycje środowiskowe (IOS) i efektywnościowe (modernizacja linii amoniaku). Wiodącą inwestycją jest projekt PDH (propylen z propanu), dla którego kalkulujemy osobny DCF (pozytywny wpływ na wycenę rzędu 5,5 PLN/akcję). Nie uwzględniamy nakładów na kopanie fosforytów w Senegalu (brak koncesji wydobywczej), które mogłyby sięgnąć nawet 80 mln USD w perspektywie do 2019 roku.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	2 464,4	2 412,4	2 741,7	2 467,4	2 989,0	3 072,7
EBITDA [mln PLN]	101,8	173,5	293,4	224,9	293,3	316,6
EBIT [mln PLN]	16,1	80,8	209,2	133,9	209,0	230,4
Wynik netto [mln PLN]	11,3	63,5	166,0	106,2	169,6	189,7
P/BV	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,3
P/E	141,7	25,3	9,7	15,1	9,5	8,5
EV/EBITDA	17,5	10,4	6,2	8,4	6,3	5,6
EV/EBIT	110,5	22,4	8,7	14,1	8,9	7,6

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.

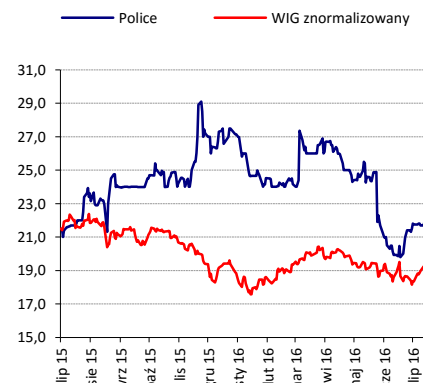
TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 21,3 PLN

28 LIPIEC 2016

Wycena DCF [PLN]	23,1
W tym PDH (37,5%)	5,5
Wycena porównawcza [PLN]	19,5
Wycena końcowa [PLN]	21,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-0,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	21,4
Kapitalizacja [mln PLN]	1 605,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	27,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,8%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	15,6%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	4,6%



WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 23,1 PLN (w tym 5,5 PLN za 37,5% projektu PDH). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 19,5 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 21,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	23,1
w tym PDH (37,5%)		5,5
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	19,5
Wycena spółki [PLN]		21,3

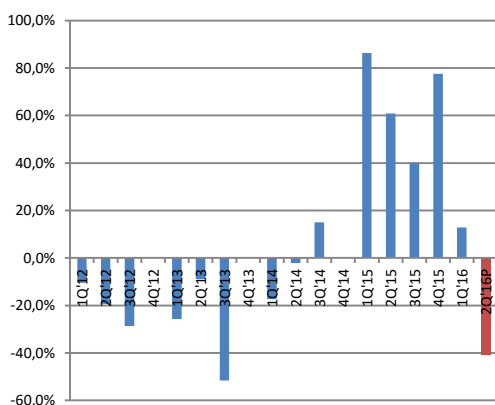
Źródło: BDM S.A.

Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ dla Polic obniżając cenę docelową z 23,0 do 21,4 PLN wskazując na:

- ryzyko rozczarowujących wyników finansowych w 2Q'16 (spadek oczyszczonej EBITDA o ok. 40% r/r);
- brak oszczędności z tyt. fosforytów (szybsze niż zakładano wyczerpanie złoża);
- relatywnie słabsze otoczenie w nawozach wieloskładnikowych (wg. IFA w latach 2016-2021 CAGR produkcji kwasu fosforowego i soli potasowej 2,5-3,2% przy wzroście popytu 1,7-2,3%);
- ujemny FCF w 2016 roku przez wysoki CAPEX;
- potencjalne ryzyka zmiany programu inwestycyjnego (instalacja PDH przekłada się na 5,5 PLN/akcję wartości w naszej wycenie;

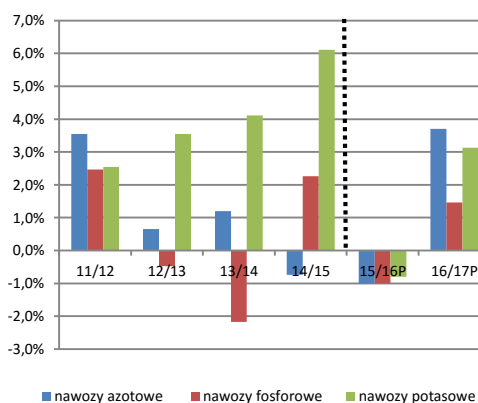
Z drugiej strony wskazujemy, że spółka jako jedyna spośród dużych podmiotów tworzących Grupę Azoty ma potencjał zwiększenia produkcji/sprzedaży nawozów wieloskładnikowych, a struktura akcjonariatu (gł. w rękach MSP pośrednio/bezpośrednio) i niski free float działają stabilizująco na kurs akcji.

Dynamika oczyszczonej EBITDA [r/r]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Dynamika popytu na nawozy wg IFA [r/r]



Źródło: BDM S.A., IFA

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko dalszego spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-40% r/r w 1H'16) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko dalszego spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Ryzyko związane z projektem kopalni fosforytów w Senegal

W maju'15 nowy zarząd poinformował o nieprawidłowościach w senegalskiej spółce zależnej AIG i potencjalnym odpisie w kwocie ok. 290 mln PLN. W lipcu'16 spółka zdecydowała się zrobić jedynie odpis na należnościach w kwocie ok. 10,5 mln EUR (46,4 mln PLN) w ciężar wyników 2Q'16. Istnieje ryzyko dalszych odpisów zważając na fakt, iż z pierwszego złoża wydobyte zakończyło się już w 2014 roku, a na drugie złożo wciąż nie ma koncesji wydobywczej. Dodatkowo uruchomienie drugiego złoża wymaga zaangażowania istotnego kapitału (60-80 mln USD).

▪ Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej

Główny właściciel MSP jak i nowy zarząd Grupy Azoty poinformował o rewizji dotychczasowej polityki inwestycyjnej, w tym inwestycji mającej istotne znaczenie w naszej rekomendacji jak PDH w Policach. Istnieje ryzyko zaniechania tego projektu kosztem innych inwestycji (np. zgazowanie węgla).

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). 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. IFA szacuje, że do 2020 roku moce produkcyjne w moczniku/amoniaku wzrosną średniorocznie o ok. 2% r/r (szczególnie w 2016-2017). Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 1,2%) może dalej negatywnie wpływać 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 2-3 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 40-50% (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 wstrzymywać produkcję amoniaku na drugiej linii.

▪ Niski „free float”

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

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

W 2015 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,2 tys. osób (-2% r/r). Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 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. 6 EUR/t (poprzednio 9 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 20 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 44-49):

Wolumeny sprzedaży

Wolumeny sprzedaży nawozów wieloskładnikowych wzrosły w 2015 roku dwucyfrowo (+23% r/r NPK/DAP). Średnie wykorzystanie mocy to ok. 85% wobec 70% w 2014 roku. W przypadku bieli tytanowej było to ok. 80% wobec 90% w 2014 roku. W 2016 roku wolumen nawozów powinien lekko wzrosnąć, choć spółka ma największe rezerwy zwiększenia sprzedaży spośród spółek tworzących Grupę Azoty. Dojścia do pełnego wykorzystania mocy oczekujemy stopniowo do 2018/2019 roku (rekord w 2010 roku 86%). Zakładamy przy tym pełne obciążenie linii amoniaku (92% w 2015 roku) i 90% mocznika (90% w 2015 roku).

Ceny produktów/surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku nawozów oczekujemy powrotu ich cen do historycznych relacji z notowaniami pszenicy, co oznacza perspektywę wzrostu 20-30% do końca 2017 roku. Większej perspektywy wzrostu upatrujemy po nawozach azotowych, które obecnie są relatywnie mocno przecenione. Ceny surowców (gazu, ropy naftowej) opieramy o bieżącą krzywą terminową.

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 na PDH kalkulujemy w osobnym projekcie.

Brak oszczędności z tyt. wydobycia fosforatów w Senegalu

Spółka poinformowała, że wydobycie na złożu Lam-Lam skończyło się w 2014 roku, a wciąż nie ma koncesji wydobywczej na drugim złożu Kebemer, sugerując tym samym odpis na wartości aktywów AIG w wysokości ok. 290 mln PLN (46 mln PLN uwzględniamy w wyniku finansowym, reszta w kapitałach własnych). Nie kalkulujemy w związku z tym żadnych oszczędności z tego tytułu (poprzednio sięgały 30-40 mln PLN rocznie).

ETS III

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA wobec 9 EUR/EUA poprzednio, co będzie generować koszty rzędu 16-17 mln PLN.

Dywidenda

Z zysku za rok 2015 rok spółka nie wypłaci dywidendy (zmiana rekomendacji zarządu po błędach wykrytych w AIG Senegal). 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 3-5%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2016-2025 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 28 lipca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,2 mld PLN (w tym 0,4 mld PLN projekt PDH dla Polic). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 23,1 PLN (PDH 5,5 PLN).

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 412,4	2 467,4	2 989,0	3 072,7	3 122,7	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4
EBIT [mln PLN]	80,8	133,9	209,0	230,4	234,7	193,3	201,8	195,7	189,4	182,8	176,0
Stopa podatkowa	18,0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,5	25,4	39,7	43,8	44,6	36,7	38,3	37,2	36,0	34,7	33,4
NOPLAT [mln PLN]	66,3	108,5	169,3	186,6	190,1	156,5	163,5	158,5	153,4	148,1	142,6
Amortyzacja [mln PLN]	92,7	91,9	84,3	86,2	86,4	86,5	86,5	86,5	86,5	86,5	86,5
CAPEX [mln PLN]	-161,2	-286,2	-134,5	-92,2	-87,4	-86,5	-86,5	-86,5	-86,5	-86,5	-86,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	96,2	18,0	-34,2	-5,5	-3,3	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	94,1	-67,9	84,9	175,2	185,8	154,9	163,4	158,5	153,4	148,0	142,5
DFCF [mln PLN]		-65,6	75,7	144,0	140,6	107,8	104,5	93,0	82,6	73,1	64,6
Suma DFCF [mln PLN]		820,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 583,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		717,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 537,9									
Dług netto* [mln PLN]		214,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 323,9									
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		17,7									

Przychody zmiana r/r	-10,0%	21,1%	2,8%	1,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-36,0%	56,1%	10,2%	1,9%	-17,7%	4,4%	-3,0%	-3,2%	-3,5%	-3,7%
FCF zmiana r/r	-287,7%	-225,1%	106,3%	6,1%	-16,6%	5,5%	-3,0%	-3,2%	-3,5%	-3,7%
Marża EBITDA	9,2%	9,8%	10,3%	10,3%	8,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,3%
Marża EBIT	5,4%	7,0%	7,5%	7,5%	6,1%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%
Marża NOPLAT	4,4%	5,7%	6,1%	6,1%	5,0%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%
CAPEX / Przychody	11,6%	4,5%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	311,5%	159,6%	107,0%	101,2%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	1,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2015

** - 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	82,4%	85,9%	89,1%	91,9%	94,2%	96,4%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	17,6%	14,1%	10,9%	8,1%	5,8%	3,6%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%

BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	17,9	18,9	20,2	21,9	24,0	26,9	31,2	37,8	49,8
	0,8	16,8	17,8	18,9	20,3	22,1	24,5	27,9	32,9	41,3
	0,9	15,9	16,7	17,7	18,9	20,4	22,4	25,1	29,1	35,3
	1,0	15,0	15,8	16,6	17,7	19,0	20,6	22,9	26,0	30,7
	1,1	14,3	14,9	15,6	16,5	17,7	19,1	20,9	23,5	27,1
	1,2	13,5	14,1	14,7	15,5	16,5	17,7	19,3	21,4	24,3
	1,3	12,9	13,4	13,9	14,6	15,5	16,5	17,8	19,6	21,9

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%	19,0	20,2	21,7	23,6	26,2	29,9	35,3	44,4	62,5
	4,0%	16,8	17,8	18,9	20,3	22,1	24,5	27,9	32,9	41,3
	5,0%	15,0	15,8	16,6	17,7	19,0	20,6	22,9	26,0	30,7
	6,0%	13,5	14,1	14,7	15,5	16,5	17,7	19,3	21,4	24,3
	7,0%	12,2	12,7	13,2	13,8	14,5	15,5	16,6	18,0	20,0
	8,0%	11,1	11,5	11,9	12,4	12,9	13,6	14,5	15,5	16,9
	9,0%	10,1	10,4	10,7	11,1	11,6	12,1	12,8	13,5	14,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	27,6	26,2	24,9	23,6	22,5	21,5	20,6	19,7	18,9
	4,0%	24,4	22,9	21,5	20,3	19,2	18,1	17,2	16,3	15,5
	5,0%	21,9	20,3	18,9	17,7	16,5	15,5	14,6	13,8	13,1
	6,0%	19,7	18,1	16,8	15,5	14,5	13,5	12,6	11,8	11,1
	7,0%	17,9	16,3	15,0	13,8	12,8	11,8	11,0	10,3	9,6
	8,0%	16,3	14,8	13,5	12,4	11,4	10,5	9,7	9,0	8,3
	9,0%	15,0	13,5	12,2	11,1	10,2	9,3	8,6	7,9	7,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek nawozowych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 28 lipca 2016 roku.

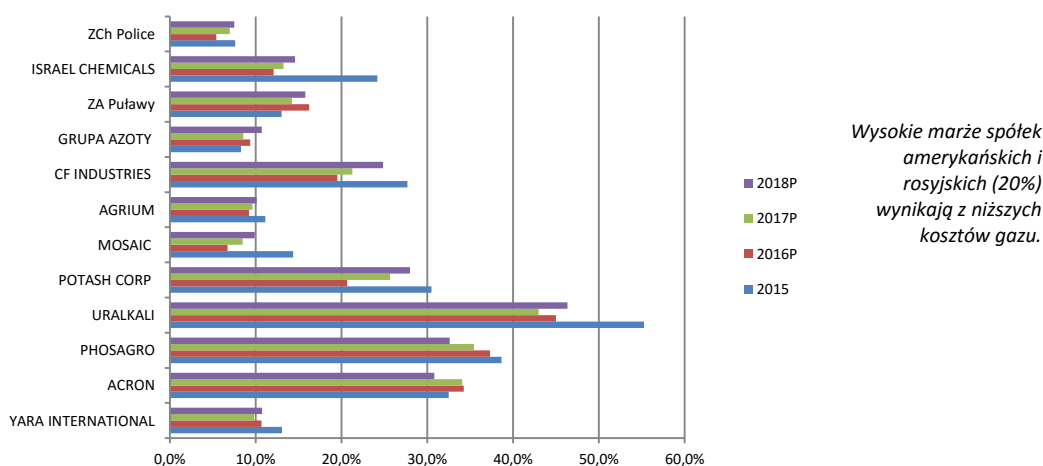
Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,47 mld PLN, co odpowiada 19,5 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 21,4 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z premią do głównych konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,1	9,5	5,5	5,8	5,3	8,8	9,6	8,2
ACRON	4,8	4,9	5,3	4,4	3,8	3,4	4,7	4,0	4,0
PHOSAGRO	7,9	6,8	7,1	6,2	5,7	5,2	6,6	6,3	6,2
URALKALI	10,6	10,7	11,4	8,5	8,3	8,4	10,4	10,3	9,8
POTASH CORP	25,8	19,4	17,5	12,0	10,0	9,5	20,3	15,2	13,7
MOSAIC	31,9	20,0	15,9	10,4	8,8	8,1	26,6	20,2	16,7
AGRIUM	17,0	15,1	13,8	9,8	9,0	8,2	13,4	12,3	11,2
CF INDUSTRIES	16,8	15,1	10,1	6,8	5,9	5,0	11,7	9,8	7,7
GRUPA AZOTY	12,9	13,3	9,8	6,0	6,0	4,8	10,3	10,2	7,5
ZA Puławy	8,9	9,9	8,6	4,5	4,9	4,3	6,1	7,0	5,9
ISRAEL CHEMICALS	12,3	10,9	9,9	7,9	7,3	6,8	12,9	11,2	9,8
MEDIANA	12,3	11,1	9,9	6,8	6,0	5,3	10,4	10,2	8,2
ZCh Police	15,1	9,5	8,5	8,4	6,3	5,6	14,1	8,9	7,6
Premia/dyskonto do spółki	22,9%	-14,4%	-14,8%	23,5%	4,7%	5,3%	35,6%	-13,2%	-7,2%
Wycena wg wskaźnika	17,4	15,7	22,5	16,6	20,3	20,2	14,8	25,2	23,2
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		18,5			19,0			21,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	19,5								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 28.07.2016

Porównanie rentowności EBIT



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16

W 2Q'16 Police powinny pokazać relatywnie najłabsze wyniki w Grupie Azoty (nie licząc Siarkopolu), co wynika głównie ze spadku cen nawozów DAP/NPK przy względnie stabilnej cenie fosforów/soli potasowej. Ceny DAP/NPK spadły o 27/17% r/r (-4/-10% q/q), a teoretyczne marże na ich produkcji o 29/4% r/r (-6/-18% q/q). Na wolumenach oczekujemy tendencji zbliżonej do danych GUS o produkcji za kwiecień-maj'16 (+25% r/r fosforowe, +18% r/r potasowe), choć i tu widzimy pole do rozczarowań, podobnie jak w 1Q'16, kiedy produkcja wg GUS wzrosła o 3% r/r DAP i 26% r/r NPK, a zaraportowana sprzedaż nawozów spadła średnio o 5% r/r (o ponad 20% r/r w przypadku DAP). Spadek cen gazu o ok. 40% r/r nie w pełni zneutralizuje słabszą marżę na nawozach (relatywnie mniejszy udział gazu w kosztach spółki w porównaniu z innymi podmiotami GA). Sytuacji nie poprawi biel tytanowa czy amoniak, gdzie utrzymywały się niskie ceny. Szansą na zmianę postrzegania drugiego segmentu spółki może być pierwsza podwyżka cen bieli, jaka miała miejsce w maju'16 (+1,3% m/m). Reasumując, oczekujemy ok. 50 mln PLN oczyszczonej EBITDA (-41% r/r) przy ok. 11% r/r spadku przychodów. W wynikach raportowanych kalkulujemy ok. 46,4 mln PLN odpisu na należnościach, o czym spółka informowała w RB z 22.07.2016 (potencjalny odpis na złożach fosforów nawet 290 mln PLN wg RB z 30.05.2016).

Prognozy wyników na 2Q'2016 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	693,7	617,6	-11,0%	1 439,8	1 304,1	-9,4%	2 741,7	2 467,4	-10,0%	2 989,0	21,1%
Wynik brutto na sprzedaży	132,2	97,9	-25,9%	269,6	252,9	-6,2%	488,7	476,1	-2,6%	532,3	11,8%
EBITDA	83,1	2,9	-96,6%	177,6	109,5	-38,4%	293,4	224,9	-23,3%	293,3	30,4%
EBITDA adj.	83,1	49,3	-40,7%	177,6	155,9	-12,2%	293,4	271,3	-7,5%	293,3	8,1%
EBIT	64,9	-20,1	-	135,6	64,4	-52,5%	209,2	133,9	-36,0%	209,0	56,1%
Zysk brutto	66,9	-20,7	-	130,3	64,2	-50,7%	203,3	132,6	-34,8%	209,4	57,9%
Zysk netto	54,7	-16,8	-	106,6	50,8	-52,4%	166,0	106,2	-36,0%	169,6	59,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,1%	15,9%		18,7%	19,4%		17,8%	19,3%		17,8%	
Marża EBITDA adj.	12,0%	8,0%		12,3%	12,0%		10,7%	11,0%		9,8%	
Marża EBIT	9,4%	-3,3%		9,4%	4,9%		7,6%	5,4%		7,0%	
Marża zysku netto	7,9%	-2,7%		7,4%	3,9%		6,1%	4,3%		5,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

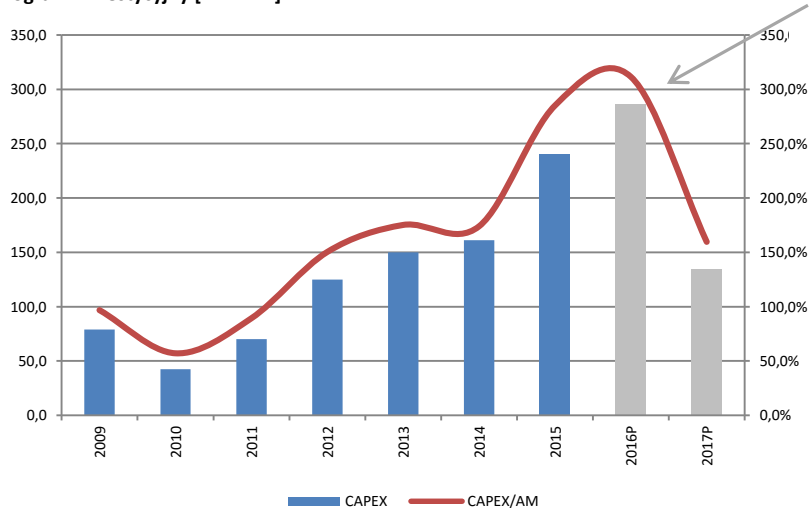
W 2016 roku spółka kończy kluczowe inwestycje środowiskowe (IOS) i efektywnościowe (modernizacja linii amoniaku). Kluczową inwestycją jest projekt PDH (propylen z propanu), dla którego kalkulujemy osobny DCF (pozytywny wpływ na wycenę rzędu 5,5 PLN/akcję). Nie uwzględniamy nakładów na kopanie fosforytów w Senegalu (brak koncesji wydobywczej), które mogłyby sięgnąć nawet 80 mln USD w perspektywie do 2019 roku.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	RAZEM
Modernizacja reaktorów syntezy amoniaku	24,4	10,9	10,5								21,4
rozbudowa instalacji odsiarczania gazów pokalcyjnych	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	166,7	49,5	60,3	25,0	31,9						166,7
Produkcja polifoski 21 i siarczanu amonu na instalacjach DAP	11,0	9,4	1,6								11,0
Modernizacja instalacji amoniaku	155,6		6,2	61,3	88,1						155,6
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	67,0			2,7	32,2	32,2					67,0
Budowla instalacji do neutralizacji ścieków przemysłowych 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
IT	3,9				3,9						3,9
modernizacja magazynu surowca fosforytów	8,4				8,4						8,4
PDH*	1 675,0			32,6	323,5	485,2	647,0	38,5			1 526,8
Senegal III transze	102,8	9,6	22,1	71,1							102,8
poszukiwanie minerałów		7,4	24,5	26,2							58,1
odtworzeniowy, inne		83,8	78,1	112,9	100,0	84,3	86,2	86,4	86,5	86,4	804,6
amortyzacja		85,7	92,7	84,3	91,9	84,3	86,2	86,4	86,5	86,4	784,4
RAZEM	177,5	207,5	336,8		610,2	614,5	733,1	124,9	86,5	86,4	2 977,4
RAZEM bez PDH*		177,5	207,5	304,2	286,7	129,2	86,2	86,4	86,5	86,4	1 450,7

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

Potencjalny odpis na aktywach AIG w Senegalu

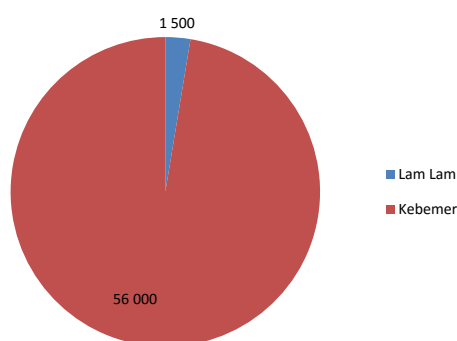
W RB z 30.05.2016 spółka informowała o potencjalnym odpisie na aktywach senegalskich w kwocie ok. 290 mln PLN, na co miały się składać odpisy na RAT, zapasach i należnościach. Powodem miało być wykrycie nieprawidłowości w spółce. Wg nowego zarządu wydobycie fosforytów ze złoża Lam Lam skończyło się już w 2014 roku, choć pierwotnie jego żywotność szacowana była do 2017 roku. W przypadku drugiego złoża Kebemer wciąż nie ma koncesji wydobywczej. Wcześniej spółka informowała, że potencjalne nakłady na uruchomienie kopalni fosforytów na tym złożu to 60-80 mln USD.

W RB z 22.07.2016 spółka poinformowała o dokonaniu odpisów na należnościach z senegalskiej spółki w kwocie ok. 46,4 mln PLN w ciężar wyników 2Q'16. Są to należności z tytułu dostaw nawozów do Senegalu w latach 2013-2014, kiedy to Police próbowały wejść na nowy, tamtejszy rynek nawozów.

Pierwotnie zasoby złoża Lam Lam szacowano na 1,5 mln ton fosforytów. W 2014 roku, kiedy wg. nowego zarządu Polic wydobycie się skończyło, do spółki trafiło stamtąd zaledwie 200 tys. ton, chociaż w 2015 roku zarząd informował, że dostawy są realizowane, a plan zakładał pozyskanie stamtąd 300 tys. ton (docelowo 500 tys. ton). Szacunki drugiego złoża Kebemer opiewały na 56 mln ton. Wskazujemy, że były to szacunki oparte na badaniach geologicznych z lat 1960-1970 i obecnie mogą się znacząco różnić, co potwierdza przykład złoża Lam Lam.

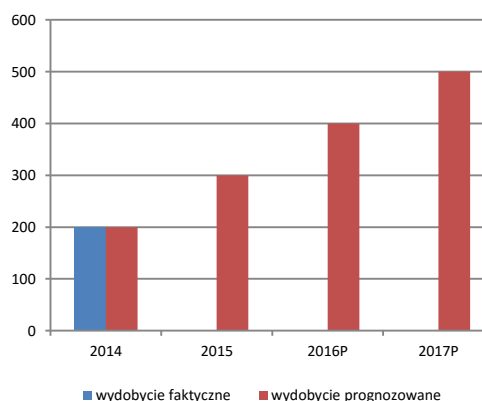
W swoich prognozach kalkulujemy 46,4 mln PLN odpisu w wynikach 2Q'16, a resztę z potencjalnej wartości odpisów 290 mln PLN szacujemy w kapitałach własnych spółki. Nie zakładamy bowiem, że przy obecnych cenach fosforytów spółka zdecyduje się na budowę kopalni fosforytów na złożu Kebemer (wciąż brak koncesji). W naszej opinii projekt o wartości 60-80 mln USD nie przyniesie pozytywnego zwrotu kapitału i ewentualna decyzja o jego realizacji negatywnie wpłynie na naszą wycenę.

Szacowane rezerwy w momencie przejęcia złóż* [tys. ton]



Źródło: BDM S.A. spółka. [tys. ton]. *- 08.2013

Wydobycie faktyczne/prognozowane ze złoża Lam Lam



Źródło: BDM S.A. spółka. [tys. ton]

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia kwartalne

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	421,5	445,3
Pszenica [USD/t]	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	154,9	163,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	49,9	50,7
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,7	2,2
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,6	4,2
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	6,0	5,9
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	300,0	300,0
DAP [USD/t]	478,0	454,7	496,0	465,3	478,3	453,0	455,0	410,0	346,7	331,7	370,0	380,0
Mocznik [USD/t]	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	220,0	240,0
Amoniak [USD/t]	439,5	481,9	487,9	564,3	409,6	392,1	386,7	353,9	269,5	273,6	280,0	300,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 350,0	2 350,0	2 350,0	2 343,3	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 038,3	1 955,0	1 971,7	1 980,0	2 000,0
AdBlue [USD/t]	107,3	95,7	103,5	101,3	94,4	88,9	86,1	79,8	63,8	63,2	71,5	78,0
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	807,6
Fosforyty [USD/t]	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	108,8	111,8
Sól potasowa [USD/t]	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	280,0	300,0
Siarka [USD/t]	140,0	167,0	167,0	167,0	167,0	163,7	162,0	145,0	142,0	117,3	117,3	117,3
Ilmenit [USD/t]	127,7	116,0	111,0	96,7	81,7	87,3	87,3	83,0	81,0	98,7	99,1	100,1
Węgiel [PLN/t]	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,18	4,17	4,18	4,21	4,19	4,09	4,19	4,27	4,36	4,37	4,39	4,41
USD/PLN	3,05	3,04	3,15	3,37	3,72	3,69	3,77	3,90	3,96	3,87	3,86	3,86
EUR/USD	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13	1,11	1,11	1,09	1,10	1,13	1,14	1,14
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	509,4	484,7
DAP [PLN/t]	699,1	622,2	782,0	744,9	902,5	808,1	848,0	709,2	610,9	572,7	697,9	723,0
Mocznik [PLN/t]	300,0	185,3	294,6	343,7	400,6	361,6	386,7	358,4	215,7	245,0	384,1	464,9
Amoniak [PLN/t]	99,9	220,4	294,4	661,9	331,1	309,5	383,6	327,8	81,9	169,1	265,3	348,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	7 264,8	7 275,2	7 347,4	7 399,4	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 230,5	6 082,4	6 046,3	6 119,1	6 224,6
AdBlue [PLN/t]	97,0	60,2	95,8	111,4	130,3	117,6	125,8	116,1	70,2	79,7	124,9	151,2

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

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P
Przychody	631,5	617,2	505,0	658,8	746,1	693,7	600,1	701,8	686,5	617,6	529,8	633,4
Nawozy	542,9	521,4	416,2	586,1	658,9	602,2	527,8	631,4	605,5	535,6	453,2	566,7
Wieloskładnikowe	331,0	330,0	297,0	348,0	441,4	396,0	414,0	428,0	426,0	396,7	376,0	402,4
NPK	208,0	227,3	222,8	268,6	275,4	259,6	289,5	416,3	297,4	265,5	272,4	391,7
NP&PK&NS	123,0	102,7	74,2	79,4	166,1	136,4	124,5	11,7	128,6	131,2	103,6	10,7
Mocznik	114,0	107,0	71,0	108,0	115,8	94,0	60,3	98,0	101,0	69,8	51,2	94,7
Pozostałe (gł. amoniak)	97,9	84,4	48,2	130,1	101,7	112,2	53,6	105,4	78,5	69,1	25,9	69,6
Pigmenty (gł. biel)	80,2	86,0	76,3	57,2	76,1	79,6	57,2	56,6	71,1	75,8	67,6	57,4
Pozostałe (gł. AdBlue)	8,4	9,8	12,4	15,5	11,1	11,9	15,1	13,8	10,0	6,2	9,0	9,3
Udział												
Nawozy	86,0%	84,5%	82,4%	89,0%	88,3%	86,8%	88,0%	90,0%	88,2%	86,7%	85,5%	89,5%
Wieloskładnikowe	52,4%	53,5%	58,8%	52,8%	59,2%	57,1%	69,0%	61,0%	62,1%	64,2%	71,0%	63,5%
NPK	32,9%	36,8%	44,1%	40,8%	36,9%	37,4%	48,2%	59,3%	43,3%	43,0%	51,4%	61,8%
NP&PK&NS	19,5%	16,6%	14,7%	12,0%	22,3%	19,7%	20,7%	1,7%	18,7%	21,2%	19,6%	1,7%
Mocznik	18,1%	17,3%	14,1%	16,4%	15,5%	13,6%	10,0%	14,0%	14,7%	11,3%	9,7%	14,9%
Pozostałe (gł. amoniak)	15,5%	13,7%	9,6%	19,8%	13,6%	16,2%	8,9%	15,0%	11,4%	11,2%	4,9%	11,0%
Pigmenty (gł. biel)	12,7%	13,9%	15,1%	8,7%	10,2%	11,5%	9,5%	8,1%	10,4%	12,3%	12,8%	9,1%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,3%	1,6%	2,5%	2,3%	1,5%	1,7%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%	1,7%	1,5%
Zmiana r/r	-12,9%	-15,3%	-1,1%	31,7%	18,1%	12,4%	18,8%	6,5%	-8,0%	-11,0%	-11,7%	-9,7%
Nawozy	-13,3%	-15,9%	0,2%	37,0%	21,4%	15,5%	26,8%	7,7%	-8,1%	-11,1%	-14,1%	-10,2%
Wieloskładnikowe	-14,4%	-15,3%	0,8%	22,9%	33,4%	20,0%	39,4%	23,0%	-3,5%	0,2%	-9,2%	-6,0%
NPK	-25,1%	-19,0%	-12,0%	16,8%	32,4%	14,2%	29,9%	55,0%	8,0%	2,3%	-5,9%	-5,9%
NP&PK&NS	12,6%	-5,8%	79,4%	49,5%	35,0%	32,8%	67,8%	-85,2%	-22,5%	-3,8%	-16,8%	-8,3%
Mocznik	0,0%	7,1%	24,5%	41,9%	1,6%	-12,1%	-15,1%	-9,3%	-12,8%	-25,8%	-15,0%	-3,4%
Pozostałe (gł. amoniak)	-22,1%	-35,4%	-24,6%	89,4%	3,9%	32,9%	11,0%	-19,0%	-22,9%	-38,4%	-51,6%	-34,0%
Pigmenty (gł. biel)	-9,2%	-7,0%	-10,2%	-7,4%	-5,2%	-7,4%	-25,1%	-1,0%	-6,6%	-4,8%	18,3%	1,3%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-21,0%	-38,1%	25,4%	47,9%	31,7%	21,7%	21,8%	-10,9%	-10,2%	-47,9%	-40,5%	-32,4%
EBIT	20,1	31,7	7,1	21,9	70,7	64,9	18,1	55,4	84,5	-20,1	26,4	43,2
Nawozy	15,3	18,9	0,9	26,1	73,0	64,2	21,8	57,8	86,1	-15,3	26,5	48,1
Pigmenty	5,2	7,1	2,6	-2,6	-3,0	-0,3	-3,6	-6,8	-2,1	0,4	4,3	-0,7
Pozostałe	-0,5	5,7	3,6	-1,6	0,7	1,0	-0,1	4,5	0,5	-5,2	-4,4	-4,3
Marża EBIT Adj.	3,2%	4,5%	1,1%	3,2%	9,2%	9,3%	3,1%	7,8%	12,2%	4,9%	5,8%	7,5%
Nawozy	2,7%	3,5%	0,3%	3,8%	11,1%	10,6%	4,2%	9,1%	14,2%	6,6%	6,8%	9,2%
Pigmenty	6,5%	8,1%	3,2%	-4,9%	-4,1%	-0,6%	-6,6%	-13,6%	-3,2%	0,5%	6,4%	-1,2%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	393,0	377,0	295,0	355,0	446,0	379,0	351,0	444,0	418,0	427,5	351,0	444,0
Wieloskładnikowe	238,0	247,0	205,0	230,0	295,0	255,0	270,0	310,0	280,0	304,0	270,0	310,0
NPK	155,2	200,1	154,8	169,4	195,6	207,2	224,3	246,0	201,8	244,1	224,3	246,0
NP&PK&NS	82,8	46,9	50,2	60,6	99,5	47,8	45,7	64,0	78,2	59,9	45,7	64,0
Mocznik	95,0	80,0	70,0	70,0	97,0	68,0	61,0	74,0	90,0	67,8	61,0	74,0
Pozostałe (gł. amoniak)	60,0	50,0	20,0	55,0	54,0	56,0	20,0	60,0	48,0	55,7	20,0	60,0
Pigmenty (gł. biel)	9,2	10,0	8,9	6,7	9,4	10,0	7,0	7,1	9,1	10,0	8,4	7,1
Pozostałe (gł. AdBlue)	18,0	23,5	26,6	31,7	22,1	25,3	32,6	31,0	27,6	25,3	32,6	31,0
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	238,0	247,0	205,0	230,0	295,0	255,0	270,0	310,0	280,0	304,0	270,0	310,0
Produkcja TiO2 [tys. ton]	9,2	10,0	8,9	6,7	9,4	10,0	7,0	7,1	9,1	10,0	8,4	7,1
Produkcja NH3 [tys. ton]	147,0	124,9	87,2	126,5	149,5	125,1	87,2	140,0	136,3	130,0	87,2	140,0
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	85,5	82,1	70,0	79,3	105,4	84,6	88,8	103,9	97,3	101,4	88,8	103,9
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	171,0	164,1	140,1	158,6	210,8	169,3	177,5	207,8	194,6	202,8	177,5	207,8
Produkcja U [tys. ton]	100,9	87,7	78,6	80,3	104,2	76,2	71,6	84,1	99,0	76,0	71,6	84,1

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	588,3	507,4	465,5	470,5	421,5	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3	445,3
Pszenica [USD/t]	216,2	186,4	171,0	172,9	154,9	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6	163,6
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	99,5	53,7	35,1	47,0	49,9	50,7	45,7	53,4	55,8	57,6	59,3	59,3
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	4,3	2,6	2,3	3,2	3,0	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz spot Zeebrugge [USD/MMBTU]	8,1	6,4	4,4	5,6	5,7	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	11,2	8,4	6,4	7,1	7,7	7,9	8,0	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	344,1	322,7	290,5	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	473,5	449,1	357,1	410,0	420,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0
Mocznik [USD/t]	313,6	268,7	212,7	260,0	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Amoniak [USD/t]	493,4	385,6	280,8	300,0	320,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 348,3	2 157,5	1 976,7	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
AdBlue [USD/t]	102,4	86,7	69,1	84,5	94,3	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 243,7	1 114,6	873,9	968,2	1 024,7	1 032,0	1 052,8	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3
Fosforyty [USD/t]	123,0	127,5	106,8	120,6	123,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5
Sól potasowa [USD/t]	291,5	298,5	267,0	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka [USD/t]	160,3	159,4	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5
Ilmenit [USD/t]	112,8	84,8	94,7	95,8	95,8	95,8	95,8	95,8	95,8	95,8	95,8	95,8
Węgiel [PLN/t]	253,9	246,3	234,0	238,7	243,5	248,3	253,3	258,4	263,5	268,8	274,2	279,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	211,4	232,5	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	4,18	4,38	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
USD/PLN	3,15	3,77	3,89	3,86	3,79	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
EUR/USD	1,33	1,11	1,13	1,16	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	383,8	468,8	482,9	493,6	478,1	471,8	467,7	463,8	463,8	463,8	463,8	463,8
DAP [PLN/t]	712,1	817,0	651,5	759,3	752,0	754,1	749,5	745,2	745,2	745,2	745,2	745,2
Mocznik [PLN/t]	280,9	376,8	328,2	451,2	513,8	525,3	513,4	502,3	502,3	502,3	502,3	502,3
Amoniak [PLN/t]	319,2	338,0	217,1	189,2	186,8	267,1	246,3	226,8	226,8	226,8	226,8	226,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	7 321,7	6 471,5	6 116,5	6 393,1	6 440,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9	6 489,9
AdBlue [PLN/t]	91,1	122,5	106,7	146,6	167,0	170,7	166,9	163,2	163,2	163,2	163,2	163,2

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 412,4	2 741,7	2 467,4	2 989,0	3 072,7	3 122,7	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4
Nawozy	2 066,6	2 420,3	2 161,0	2 625,6	2 705,7	2 755,1	2 778,8	2 778,8	2 778,8	2 778,8	2 778,8	2 778,8
Wieloskładnikowe	1 306,0	1 679,4	1 601,2	1 851,2	1 877,6	1 902,0	1 930,9	1 930,9	1 930,9	1 930,9	1 930,9	1 930,9
NPK	926,7	1 240,7	1 226,9	1 394,0	1 389,3	1 383,1	1 383,1	1 383,1	1 383,1	1 383,1	1 383,1	1 383,1
NP&PK&NS	379,3	438,7	374,2	457,2	488,3	519,0	547,8	547,8	547,8	547,8	547,8	547,8
Mocznik	400,0	368,1	316,7	466,5	510,6	517,9	517,9	517,9	517,9	517,9	517,9	517,9
Pozostałe (gł. amoniak)	360,7	372,8	243,1	307,8	317,4	335,2	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Pigmenty (gł. biel)	299,7	269,5	271,9	325,4	325,4	325,4	325,4	325,4	325,4	325,4	325,4	325,4
Pozostałe (gł. AdBlue)	46,1	51,9	34,5	38,0	41,6	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
Udział												
Nawozy	85,7%	88,3%	87,6%	87,8%	88,1%	88,2%	88,3%	88,3%	88,3%	88,3%	88,3%	88,3%
Wieloskładnikowe	54,1%	61,3%	64,9%	61,9%	61,1%	60,9%	61,4%	61,4%	61,4%	61,4%	61,4%	61,4%
NPK	38,4%	45,3%	49,7%	46,6%	45,2%	44,3%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
NP&PK&NS	15,7%	16,0%	15,2%	15,3%	15,9%	16,6%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
Mocznik	16,6%	13,4%	12,8%	15,6%	16,6%	16,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Pozostałe (gł. amoniak)	14,9%	13,6%	9,9%	10,3%	10,3%	10,7%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Pigmenty (gł. biel)	12,4%	9,8%	11,0%	10,9%	10,6%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,9%	1,9%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Zmiana r/r	-2,1%	13,6%	-10,0%	21,1%	2,8%	1,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-1,1%	17,1%	-10,7%	21,5%	3,0%	1,8%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-3,5%	28,6%	-4,7%	15,6%	1,4%	1,3%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-11,0%	33,9%	-1,1%	13,6%	-0,3%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	21,3%	15,7%	-14,7%	22,2%	6,8%	6,3%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	15,3%	-8,0%	-14,0%	47,3%	9,5%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	-7,3%	3,4%	-34,8%	26,6%	3,1%	5,6%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	-8,5%	-10,1%	0,9%	19,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-1,6%	12,6%	-33,6%	10,2%	9,5%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	80,8	209,2	132,6	209,0	230,4	234,7	193,3	201,8	195,7	189,4	182,8	176,0
Nawozy	61,1	216,8	134,9	206,1	223,5	226,0	188,7	197,5	191,2	184,7	178,0	171,1
Pigmenty	12,3	-13,7	3,0	6,9	10,2	12,1	9,9	10,3	11,1	11,9	12,6	13,3
Pozostałe	7,3	6,1	-5,4	-3,9	-3,3	-3,4	-5,3	-6,0	-6,6	-7,2	-7,8	-8,4
Marża EBIT Adj.	3,1%	7,5%	7,8%	7,6%	8,1%	8,1%	6,7%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%
Nawozy	2,7%	8,9%	9,0%	8,5%	8,9%	8,9%	7,5%	7,1%	6,9%	6,6%	6,4%	6,2%
Pigmenty	3,9%	-5,6%	1,1%	2,1%	3,1%	3,7%	3,0%	3,2%	3,4%	3,7%	3,9%	4,1%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1420	1620	1640	1802	1814	1827	1839	1839	1839	1839	1839	1839
Wieloskładnikowe	920	1130	1164	1206	1222	1238	1254	1254	1254	1254	1254	1254
NPK	679	873	916	950	950	950	950	950	950	950	950	950
NP&PK&NS	241	257	248	256	272	288	304	304	304	304	304	304
Mocznik	315	300	293	360	360	360	360	360	360	360	360	360
Pozostałe (gł. amoniak)	185	190	184	236	232	229	225	225	225	225	225	225
Pigmenty (gł. biel)	35	34	35	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	100	111	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	920,0	1 127,8	1 164,0	1 206,0	1 222,0	1 238,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0
wykorzystanie mocy	69,7%	85,4%	88,2%	91,4%	92,6%	93,8%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	36,0	31,7	34,6	36,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
wykorzystanie mocy	90,5%	90,0%	79,3%	86,5%	90,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	508,3	517,7	493,6	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	91%	92%	88%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	300,2	358,0	391,3	405,3	412,8	420,4	427,9	427,9	427,9	427,9	427,9	427,9
wykorzystanie mocy	63%	75%	82%	84%	86%	88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	591,9	701,7	782,7	810,6	825,7	840,7	855,8	855,8	855,8	855,8	855,8	855,8
wykorzystanie mocy	58%	69%	77%	79%	81%	82%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
Produkcja U [tys. ton]	347,4	336,1	330,7	397,9	397,9	397,9	397,9	397,9	397,9	397,9	397,9	397,9
wykorzystanie mocy	87%	84%	83%	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]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 369,2	1 525,2	1 415,8	1 466,1	1 472,1	1 473,1	1 473,2	1 473,2	1 473,3	1 473,4	1 473,4	1 473,5
Wartości niematerialne i prawne	49,6	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4	86,4
Rzeczowe aktywa trwałe	1 199,3	1 338,9	1 229,5	1 279,7	1 285,7	1 286,8	1 286,8	1 286,9	1 287,0	1 287,0	1 287,1	1 287,1
Aktywa obrotowe	709,5	658,5	570,9	662,1	713,0	740,9	740,4	731,3	707,3	712,1	740,2	767,1
Zapasy	418,2	338,0	304,2	368,5	378,8	385,0	387,9	387,9	387,9	387,9	387,9	387,9
Należności krótkoterminowe	226,2	208,0	187,2	226,7	233,1	236,9	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7
Inwestycje krótkoterminowe	56,4	104,8	71,9	59,2	93,5	111,4	106,1	97,1	73,1	77,9	105,9	132,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	55,0	95,1	62,2	49,5	83,8	101,7	96,4	87,4	63,4	68,2	96,2	123,2
Aktywa razem	2 078,7	2 183,7	1 986,8	2 128,2	2 185,1	2 214,0	2 213,5	2 204,5	2 180,6	2 185,4	2 213,6	2 240,5
Kapitał (fundusz) własny	1 012,4	1 134,7	1 030,4	1 147,0	1 251,8	1 333,6	1 379,7	1 420,7	1 451,3	1 480,7	1 508,9	1 535,0
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	198,8	219,4	174,9	228,0	312,8	388,7	466,9	499,6	533,9	567,5	600,3	632,1
Zysk (strata) netto okresu	63,5	166,0	106,2	169,6	189,7	195,5	163,5	171,8	168,0	163,8	159,2	153,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	971,4	955,7	956,3	981,2	933,2	880,4	833,8	783,8	729,2	704,7	704,7	704,7
Rezerwy na zobowiązania	213,4	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3	230,3
Zobowiązania długoterminowe	138,1	234,0	204,0	174,0	144,0	114,0	84,0	54,0	19,5	19,5	19,5	19,5
-oprocentowane	124,6	214,6	184,6	154,6	124,6	94,6	64,6	34,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	619,8	491,4	522,0	576,9	558,9	536,1	519,5	499,5	479,5	455,0	455,0	455,0
-oprocentowane	133,0	94,5	164,5	144,5	114,5	84,5	64,5	44,5	24,5	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	2 078,7	2 183,7	1 986,8	2 128,2	2 185,1	2 214,0	2 213,5	2 204,5	2 180,6	2 185,4	2 213,6	2 240,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	2 412,4	2 741,7	2 467,4	2 989,0	3 072,7	3 122,7	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4	3 146,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 078,4	2 253,0	1 991,2	2 456,7	2 511,4	2 550,7	2 610,0	2 616,2	2 618,0	2 619,9	2 622,0	2 624,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	334,0	488,7	476,1	532,3	561,3	572,0	536,4	530,2	528,4	526,5	524,4	522,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	259,3	282,3	283,7	306,3	313,3	319,2	324,1	328,4	332,7	337,1	341,6	346,1
Zysk (strata) na sprzedaży	74,8	206,3	192,4	226,0	248,0	252,8	212,3	201,8	195,7	189,4	182,8	176,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	6,0	2,8	-58,5	-16,9	-17,5	-18,1	-19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	173,5	293,4	224,9	293,3	316,6	321,1	279,7	288,3	282,2	275,9	269,3	262,5
EBIT	80,8	209,2	133,9	209,0	230,4	234,7	193,3	201,8	195,7	189,4	182,8	176,0
Saldo działalności finansowej	-17,2	-16,7	-12,1	-10,5	-7,1	-4,1	-2,3	-0,5	0,9	2,0	2,9	3,7
Zysk (strata) brutto	74,6	203,3	132,6	209,4	234,2	241,4	201,8	212,1	207,5	202,3	196,5	190,5
Zysk (strata) netto	63,5	166,0	106,2	169,6	189,7	195,5	163,5	171,8	168,0	163,8	159,2	153,5
CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	204,5	360,6	226,1	235,4	278,3	283,3	250,9	258,8	253,6	248,3	242,8	237,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-197,4	-317,6	-285,6	-133,0	-89,7	-84,4	-83,6	-83,9	-84,6	-84,5	-83,6	-82,8
Przepływy z działalności finansowej	-34,6	-2,6	27,3	-115,0	-154,4	-181,0	-172,5	-183,9	-193,0	-159,0	-131,1	-127,4
Przepływy pieniężne netto	-27,4	40,4	-32,3	-12,7	34,2	17,9	-5,2	-9,1	-24,0	4,8	28,1	26,9
Środki pieniężne na początek okresu	82,2	55,0	95,1	62,2	49,5	83,8	101,7	96,4	87,4	63,4	68,2	96,2
Środki pieniężne na koniec okresu	55,0	95,1	62,2	49,5	83,8	101,7	96,4	87,4	63,4	68,2	96,2	123,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	13,6%	-10,0%	21,1%	2,8%	1,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	69,1%	-23,3%	30,4%	7,9%	1,4%	-12,9%	3,1%	-2,1%	-2,2%	-2,4%	-2,5%
EBIT zmiana r/r	158,9%	-36,0%	56,1%	10,2%	1,9%	-17,7%	4,4%	-3,0%	-3,2%	-3,5%	-3,7%
Zysk netto zmiana r/r	161,2%	-36,0%	59,7%	11,8%	3,1%	-16,4%	5,1%	-2,2%	-2,5%	-2,8%	-3,6%
Marża brutto na sprzedaży	17,8%	19,3%	17,8%	18,3%	18,3%	17,0%	16,9%	16,8%	16,7%	16,7%	16,6%
Marża EBITDA	10,7%	9,1%	9,8%	10,3%	10,3%	8,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%	8,3%
Marża EBIT	7,6%	5,4%	7,0%	7,5%	7,5%	6,1%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%
Marża brutto	7,4%	5,4%	7,0%	7,6%	7,7%	6,4%	6,7%	6,6%	6,4%	6,2%	6,1%
Marża netto	6,1%	4,3%	5,7%	6,2%	6,3%	5,2%	5,5%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%
COGS / przychody	82,2%	80,7%	82,2%	81,7%	81,7%	83,0%	83,1%	83,2%	83,3%	83,3%	83,4%
SG&A / przychody	10,3%	11,5%	10,2%	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,6%	10,7%	10,9%	11,0%
SG&A / COGS	12,5%	14,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,4%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%	13,2%
ROE	14,6%	10,3%	14,8%	15,2%	14,7%	11,8%	12,1%	11,6%	11,1%	10,6%	10,0%
ROA	7,6%	5,3%	8,0%	8,7%	8,8%	7,4%	7,8%	7,7%	7,5%	7,2%	6,9%
Dług	309,1	349,1	299,1	239,1	179,1	129,1	79,1	24,5	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	23,4%	23,5%	22,5%	17,3%	12,5%	8,8%	5,4%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	14,2%	17,6%	14,1%	10,9%	8,1%	5,8%	3,6%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	27,2%	33,9%	26,1%	19,1%	13,4%	9,4%	5,6%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	214,0	286,9	249,6	155,3	77,4	32,7	-8,3	-38,8	-68,2	-96,2	-123,2
Dług netto / kapitał własny	18,9%	27,8%	21,8%	12,4%	5,8%	2,4%	-0,6%	-2,7%	-4,6%	-6,4%	-8,0%
Dług netto / EBITDA	0,7	1,3	0,9	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Dług netto / EBIT	1,0	2,1	1,2	0,7	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7
EV	1 819,0	1 891,9	1 854,6	1 760,3	1 682,4	1 637,7	1 596,7	1 566,2	1 536,8	1 508,8	1 481,8
Dług / EV	17,0%	18,5%	16,1%	13,6%	10,6%	7,9%	5,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	10,0%	10,4%	5,5%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	284,9%	311,5%	159,6%	107,0%	101,2%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	3,5%	3,4%	3,4%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Zmiana KO / Przychody	-0,8%	-0,7%	1,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	-	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	9,7	15,1	9,5	8,5	8,2	9,8	9,3	9,6	9,8	10,1	10,5
P/BV*	1,4	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
P/CE*	6,4	8,1	6,3	5,8	5,7	6,4	6,2	6,3	6,4	6,5	6,7
EV/EBITDA*	6,2	8,4	6,3	5,6	5,2	5,9	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6
EV/EBIT*	8,7	14,1	8,9	7,6	7,2	8,5	7,9	8,0	8,1	8,3	8,4
EV/S*	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	15,1	13,7	15,3	16,7	17,8	18,4	18,9	19,4	19,7	20,1	20,5
EPS	2,2	1,4	2,3	2,5	2,6	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
CEPS	3,3	2,6	3,4	3,7	3,8	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2
FCFPS	2,3	2,5	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	0,0	0,0
DPS w okresie	0,56	0,00	0,71	1,13	1,52	1,56	1,74	1,83	1,79	1,75	1,70
Payout ratio	66,1%	0,0%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 21,4 PLN



Dom Maklerski BDM S.A.

ZA PUŁAWY

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 239 PLN

28 LIPIEC 2016

W 2Q'16 oczekujemy relatywnie lepszych wyników finansowych Puław na tle Grupy Azoty. Wskazujemy na niską bazę sprzedanych nawozów w 2Q'15, zdecydowanie lepsze otoczenie w segmencie chemii (gł. melaminy) i najbardziej efektywny/elastyczny majątek produkcyjny pozwalający zneutralizować słabszą koniunkturę w segmencie nawozowym (przekierowanie mocznika na zastosowania techniczne i melaminę). Biorąc dodatkowo pod uwagę niską wycenę rynkową, silny bilans i wysoką generację FCF (powyżej 10% kapitalizacji) podnosimy zalecenie z trzymaj do AKUMULUJ wyznaczając cenę docelową na 239 PLN/akcję.

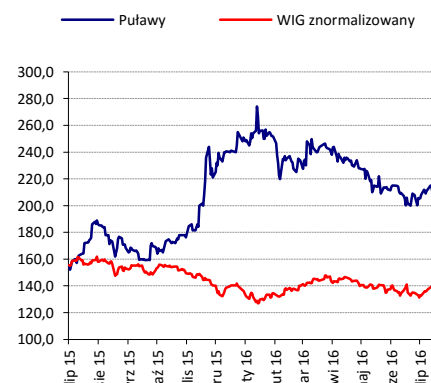
Mimo znaczącego spadku cen mocznika/RSM/saletry amonowej liczymy, że w 2Q'16 spółka jest w stanie poprawić ubiegłoroczne wyniki finansowe dzięki ok. 40% r/r obniżce cen gazu ziemnego (największa ekspozycja wśród podmiotów tworzących GA), poprawie koniunktury w segmencie chemicznym, szczególnie na melaminie, czy dużej elastyczności produkcyjnej (przesunięcie wolumenów mocznika nawozowego na mocznik techniczny/melaminę dla branży meblowej). Zwracamy ponadto uwagę, że baza wynikowa nie jest wysoka.

Ceny nawozów azotowych zostały w ostatnim czasie mocno przecenione i zdecydowanie odbiegają od długoterminowych relacji do cen zbóż. W rezultacie dostrzegamy w nich perspektywę największego odbicia rzędu ponad 30% w perspektywie końca 2017 roku. W średnim/długim terminie dzięki racjonalizacji mocy produkcyjnych w Chinach i w konsekwencji spadku eksportu liczymy na poprawę bilansu popyt/podaż na tym rynku. Wg czerwcowego raportu IFA CAGR popytu na nawozy azotowe w 2016-2020 oceniany jest na 1,2% r/r przy wzroście produkcji o ok. 1,9% r/r.

Główny program inwestycyjny spółka zrealizowała w 2011-2013. Kolejny ma mieć swoje apogeum w latach 2017-2019. Największy projekt inwestycyjny (gazowa EC 400 MWe) o wartości 1,1 mld PLN stoi pod znakiem zapytania. W naszym modelu NPV projektu przy optymistycznych założeniach (wsparcie dla kogeneracji gazowej po 2020 roku) kalkulujemy na poziomie 0 PLN/akcję, niemniej projekt niósł za sobą wiele ryzyk. Ewentualna zmiana formuły projektu (zmniejszenie, zmiana paliwa, rezygnacja) powinna mieć pozytywne przełożenie na sentyment inwestycyjny do akcji Puław.

Wycena DCF [PLN]	200
W tym EC400	0
Wycena porównawcza [PLN]	279
Wycena końcowa [PLN]	239
Potencjał do wzrostu / spadku	16,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	205
Kapitalizacja [mln PLN]	3 918,6
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	274
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	200
Stopa zwrotu za 3 mc	-12,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,2%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	3 797,9	3 664,5	3 814,0	3 129,9	3 278,8	3 433,8
EBITDA [mln PLN]	478,3	393,9	662,3	687,0	660,2	754,9
EBIT [mln PLN]	340,0	245,6	497,1	508,6	466,2	542,1
Wynik netto [mln PLN]	304,6	224,5	450,9	441,5	394,0	456,1
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
P/E	12,9	17,5	8,7	8,9	9,9	8,6
EV/EBITDA	7,4	9,1	4,9	4,5	4,9	4,3
EV/EBIT	10,4	14,7	6,5	6,1	7,0	5,9



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 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 200 PLN (w tym 0 PLN to wartość EC400). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 279 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 239 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	200
W tym wycena EC400*		0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	279

Wycena spółki [PLN] 239

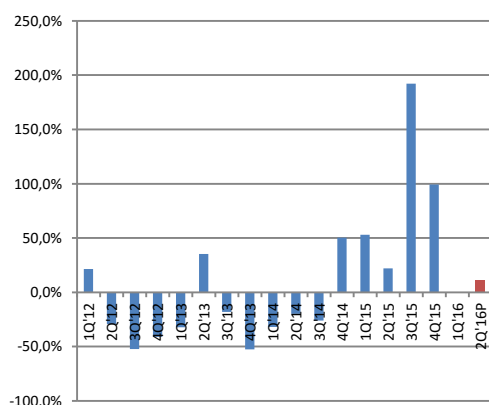
Źródło: BDM S.A. * przy założeniu wsparcia dla kogeneracji po 2020 roku.

Podnosimy rekomendację dla Puław z trzymaj do AKUMULUJ wskazując na:

- relatywnie lepsze wyniki w 2Q'16 (EBITDA +11% r/r), dzięki segmentowi chemii i wyższym wolumenom sprzedaży nawozów (niska baza 2Q'15);
- wycenę rynkową z istotnym dyskontem do Grupy Azoty (-20% EV/EBITDA) i Yara (-15% EV/EBITDA);
- relatywnie wyższy potencjał wzrostu cen nawozów azotowych niż fosforowych/potasowych (ponad 30% dla mocznika i ok. 20% dla NPK/DAP w perspektywie końca 2017 roku);
- silny bilans (880 mln PLN gotówki netto w 1Q'16), mniejszy program inwestycyjny w 2015-2016 i wysoką generację FCF (>10% kapitalizacji w 2015-2016);
- hojną politykę dywidendy (DY w ostatnich latach >5%);
- możliwość rewizji polityki inwestycyjnej (rezygnacja z gazowej EC400 o wartości 1,1 mld PLN);
- relatywnie doinwestowany i elastyczny majątek produkcyjny;

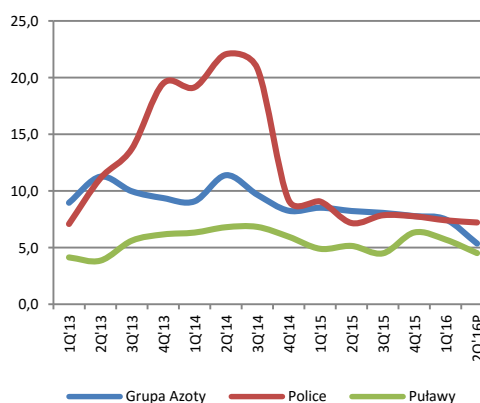
Z drugiej strony silny bilans spółki może stanowić pokusę dla dominującego akcjonariusza, a niski free float (zaledwie 4%) nie zachęca do inwestycji inwestorów portfelowych.

Dynamika EBITDA [r/r]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Historyczna wycena EV/EBITDA spółek z Grupy Azoty



Źródło: BDM S.A., Spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko dalszego spadku cen nawozów

Przy niskich kosztach gazu (-40% r/r w 1H'16) i niskich cenach zbóż istnieje ryzyko dalszego spadku cen nawozów czego nie zakładamy.

▪ Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej

Główny właściciel MSP jak i nowy zarząd Grupy Azoty poinformował o rewizji dotychczasowej polityki inwestycyjnej, w tym m.in. nowej gazowej EC w Puławach.

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

O konkurencyjności biznesu nawozowego decyduje koszt gazu, który stanowi nawet do 80% w kosztach produkcji mocznika. Geograficzne zróżnicowanie cen gazu zależy od dostępności surowca (wysoki koszt transportu: gazociąg bądź po skropleniu). 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. IFA szacuje, że do 2020 roku moce produkcyjne w moczniku/amoniaku wzrosną średniorocznie o ok. 2% r/r (szczególnie w 2016-2017). Taka sytuacja, przy słabszym popycie (CAGR ok. 1,2%) może dalej negatywnie wpływać 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 2-3 USD/MMBTU rentowność tamtejszych firm nawozowych wynosi nawet 40-50% (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 w 2015 roku wolumeny sprzedaży spadły o blisko 10% r/r. Niemniej w Tarnowie trwa inwestycja w Poliamid 6 (koniec 2016/2017), co zapewni zbytny na 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. Na koniec 1Q'16 spółka miała 880 mln PLN gotówki netto i me relatywnie mniejszy program inwestycyjny w najbliższych latach (szczyt inwestycji 2018-2019). 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, co negatywnie odbiłoby się na wycenie spółki.

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Na koniec 2015 roku w spółce pracowało 4,5 tys. ludzi (+0,2% r/r) z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych. 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. 1,3-1,7 mln uprawnień emisyjnych CO2 w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości ok. 6 EUR/t (poprzednio 9 EUR/EUA), co będzie generować koszty rzędu 40 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 59-64):

▪ Wolumeny

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

▪ Ceny produktów/surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców. W przypadku nawozów oczekujemy powrotu ich cen do historycznych relacji z notowaniami pszenicy, co oznacza perspektywę wzrostu 20-30% do końca 2017 roku. Ceny surowców (gazu, ropy naftowej) opieramy o bieżącą krzywą terminową.

▪ CAPEX

Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny. Największy CAPEX spółka realizowała w latach 2011-2013. W 2014-2015 nakłady inwestycyjne były mniejsze (ok. 230 mln PLN w 2014, ok. 260 mln PLN w 2015). W 2016 roku szacujemy CAPEX w wysokości 320 mln PLN. Spółka przygotowuje się do kolejnego programu inwestycyjnego w latach 2017-2019P (nowy kwas azotowy, granulacja mechaniczna nawozów). Najdroższy projekt (elektrociepłownia gazowa 400 MWe, 320 MWt) stoi pod znakiem zapytania. Wydatki na ten cel uwzględniliśmy osobno (SPV).

▪ ETS III

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA wobec 9 EUR/EUA poprzednio, co będzie generować koszty rzędu 35-45 mln PLN.

▪ Dywidenda

Z zysku za 2015 rok spółka wypłaciła 200,7 mln PLN dywidendy (DPS 10,5 PLN, ok. 45% zysku netto, DY ok. 5,1%). 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 6-7%) a po zakończeniu kluczowych inwestycji (w 2021 roku) 100% (DY 8-9%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2016-2025 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 28 lipca 2016.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,9 mld PLN (w tym EC400 0 mln PLN). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 200 PLN (w tym EC400 0 PLN).

Model DCF

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 814,0	3 129,9	3 278,8	3 433,8	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0
EBIT [mln PLN]	497,1	508,6	466,2	542,1	502,1	348,1	410,4	407,0	403,5	400,0	396,3
Stopa podatkowa	13%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	64,7	96,6	88,6	103,0	95,4	66,1	78,0	77,3	76,7	76,0	75,3
NOPLAT [mln PLN]	432,3	412,0	377,7	439,1	406,7	282,0	332,5	329,6	326,8	324,0	321,0
Amortyzacja [mln PLN]	165,2	176,7	193,9	212,8	226,8	236,3	239,9	240,7	241,3	241,7	241,9
CAPEX [mln PLN]	-259,9	-319,2	-465,6	-394,9	-379,9	-310,9	-252,1	-248,7	-247,0	-245,2	-243,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	154,7	52,1	-11,3	-11,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	492,3	321,5	94,7	245,3	252,0	207,4	320,2	321,7	321,2	320,4	319,4
DFCF [mln PLN]		309,8	83,7	198,9	187,5	141,5	200,5	184,8	169,3	154,9	141,7
Suma DFCF [mln PLN]		1 772,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]		3 548,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 574,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]		3 346,6									
Dług netto [mln PLN]*		-478,1									
Wartość kapitału [mln PLN]		3 824,7									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		200,1									

Przychody zmiana r/r	-17,9%	4,8%	4,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	2,3%	-8,3%	16,3%	-7,4%	-30,7%	17,9%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
FCF zmiana r/r	-34,7%	-70,6%	159,1%	2,8%	-17,7%	54,4%	0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%
Marża EBITDA	21,9%	20,1%	22,0%	21,1%	16,9%	18,8%	18,8%	18,7%	18,6%	18,5%	18,5%
Marża EBIT	16,3%	14,2%	15,8%	14,5%	10,1%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,5%
Marża NOPLAT	13,2%	11,5%	12,8%	11,8%	8,2%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,3%
CAPEX / Przychody	10,2%	14,2%	11,5%	11,0%	9,0%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%
CAPEX / Amortyzacja	180,7%	240,1%	185,5%	167,5%	131,6%	105,1%	103,3%	102,3%	101,5%	100,7%	100,7%
Zmiana KO / Przychody	-1,7%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. DN z końca 2015 roku powiększony o wypłatę dywidendy 200,7 mln PLN

** - bez uwzględniania EC400 (osobna wycena)

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	202,0	211,1	222,3	236,6	255,2	280,6	317,3	374,9	478,7
	0,8	193,1	201,0	210,7	222,9	238,5	259,2	288,4	332,0	404,8
	0,9	185,0	192,0	200,4	210,8	224,0	241,2	264,7	298,6	351,9
	1,0	177,6	183,8	191,1	200,1	211,3	225,7	245,0	271,9	312,3
	1,1	170,9	176,3	182,7	190,5	200,2	212,3	228,3	250,0	281,4
	1,2	164,7	169,5	175,1	181,9	190,2	200,6	214,0	231,8	256,7
	1,3	158,9	163,2	168,2	174,2	181,4	190,3	201,6	216,4	236,5

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%	211,8	222,3	235,4	252,3	274,7	306,2	353,4	432,2	589,6
	4,0%	193,1	201,0	210,7	222,9	238,5	259,2	288,4	332,0	404,8
	5,0%	177,6	183,8	191,1	200,1	211,3	225,7	245,0	271,9	312,3
	6,0%	164,7	169,5	175,1	181,9	190,2	200,6	214,0	231,8	256,7
	7,0%	153,6	157,5	161,9	167,1	173,4	181,1	190,8	203,1	219,6
	8,0%	144,2	147,2	150,8	154,9	159,7	165,6	172,7	181,6	193,1
	9,0%	135,9	138,4	141,3	144,5	148,4	152,9	158,3	164,9	173,2

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%	287,1	274,4	262,8	252,3	242,6	233,7	225,5	217,9	210,8
	4,0%	259,2	245,7	233,7	222,9	213,1	204,2	196,1	188,7	181,9
	5,0%	236,6	222,9	210,8	200,1	190,5	181,9	174,2	167,1	160,7
	6,0%	217,9	204,2	192,4	181,9	172,7	164,5	157,2	150,5	144,5
	7,0%	202,1	188,7	177,2	167,1	158,3	150,5	143,6	137,4	131,8
	8,0%	188,7	175,7	164,5	154,9	146,5	139,1	132,5	126,7	121,5
	9,0%	177,2	164,5	153,8	144,5	136,5	129,5	123,4	117,9	113,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 do wybranych spółek nawozowych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 28 lipca 2016 roku.

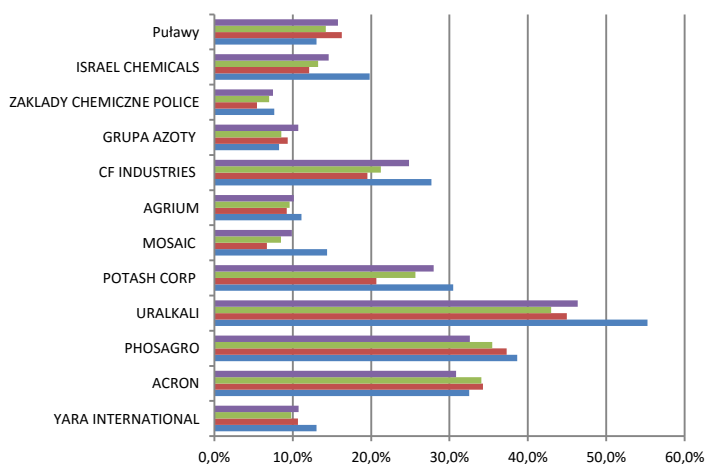
Porównując wyniki Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,3 mld PLN, co odpowiada 279 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 205 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z istotnym dyskontem do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
YARA INTERNATIONAL	10,8	11,1	9,5	5,5	5,8	5,3	8,8	9,6	8,2
ACRON	4,8	4,9	5,3	4,4	3,8	3,4	4,7	4,0	4,0
PHOSAGRO	7,9	6,8	7,1	6,2	5,7	5,2	6,6	6,3	6,2
URALKALI	10,6	10,7	11,4	8,5	8,3	8,4	10,4	10,3	9,8
POTASH CORP	25,8	19,4	17,5	12,0	10,0	9,5	20,3	15,2	13,7
MOSAIC	31,9	20,0	15,9	10,4	8,8	8,1	26,6	20,2	16,7
AGRIUM	17,0	15,1	13,8	9,8	9,0	8,2	13,4	12,3	11,2
CF INDUSTRIES	16,8	15,1	10,1	6,8	5,9	5,0	11,7	9,8	7,7
GRUPA AZOTY	12,9	13,3	9,8	6,0	6,0	4,8	10,3	10,2	7,5
ZAKŁADY CHEMICZNE POLICE	15,1	9,5	8,5	8,4	6,3	5,6	14,1	8,9	7,6
ISRAEL CHEMICALS	12,3	10,9	9,9	7,9	7,3	6,8	12,9	11,2	9,8
MEDIANA	12,9	11,1	9,9	7,9	6,3	5,6	11,7	10,2	8,2
ZA PUŁAWY	8,9	9,9	8,6	4,5	4,9	4,3	6,1	7,0	5,9
Premia/dyskonto do spółki	-31,3%	-10,0%	-13,5%	-43,2%	-22,2%	-23,3%	-47,9%	-31,9%	-27,8%
Wycena wg wskaźnika	298,3	227,9	237,0	328,3	253,4	256,1	354,0	284,4	269,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		254,4			279,3			302,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		278,8							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 28.07.2016.

Porównanie rentowności EBIT



Puławy to najbardziej rentowna firma nawozowa w kraju. Wysokie marże spółek amerykańskich i rosyjskich wynikają z niższych kosztów gazu i słabego rubla.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16

Mimo znaczącego spadku cen mocznika/RSM/saletry amonowej (odpowiednio 29%/28%/31%) liczymy, że w 2Q'16 spółka jest w stanie poprawić ubiegłoroczne wyniki finansowe dzięki ok. 40% r/r obniżce cen gazu ziemnego (największa ekspozycja wśród podmiotów tworzących GA- ok. 60% udziału w kosztach), poprawie koniunktury w segmencie chemicznym, szczególnie na melaminie (ceny +3% r/r, teoretyczna marża +28% r/r), czy dużej elastyczności produkcyjnej (przesunięcie wolumenów mocznika nawozowego na mocznik techniczny/melaminę dla branży meblowej). Zwracamy ponadto uwagę, że baza wynikowa nie jest wysoka. Okres 2Q'15 był nietypowy w spółce jeśli chodzi o wolumeny sprzedanych nawozów (-7% r/r, przy +16% r/r w 1Q'15). Teraz, po dwucyfrowym spadku sprzedaży w 1Q'16 oczekujemy częściowej redukcji zapasów w 2Q'16, co powinno się wiązać z istotnym wzrostem wolumenów. Pod tym względem zakładamy również istotny wzrost sprzedaży melaminy, gdzie koniunktura jest bardzo dobra (+15% r/r). Spadek przychodów będzie zasługą znacznej korekty cenowej na głównych nawozach, w szczególności saletry amonowej. Na poziomie EBITDA oczekujemy ok. 160 mln PLN (+11% r/r).

Prognozy wyników na 2Q'2016 [mln PLN]

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r	2017P	zmiana r/r
Przychody	827,8	694,7	-16,1%	1 898,2	1 646,2	-13,3%	3 814,0	3 129,9	-17,9%	3 278,8	4,8%
Wynik brutto na sprzedaży	221,1	233,0	5,4%	519,5	536,7	3,3%	977,5	988,2	1,1%	950,3	-3,8%
EBITDA	144,3	159,8	10,8%	371,8	386,9	4,1%	662,3	687,0	3,7%	660,2	-3,9%
EBIT	103,0	115,6	12,2%	292,0	296,8	1,7%	674,2	687,0	1,9%	660,2	-3,9%
Zysk brutto	109,3	121,8	11,4%	299,1	306,6	2,5%	497,1	508,6	2,3%	466,2	-8,3%
Zysk netto	95,0	98,6	3,8%	270,0	259,9	-3,7%	515,1	530,8	3,0%	486,4	-8,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,7%	33,5%		27,4%	32,6%		25,6%	31,6%		29,0%	
Marża EBITDA	17,4%	23,0%		19,6%	23,5%		17,4%	22,0%		20,1%	
Marża EBIT	12,4%	16,6%		15,4%	18,0%		17,7%	22,0%		20,1%	
Marża zysku netto	11,5%	14,2%		14,2%	15,8%		13,5%	17,0%		14,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

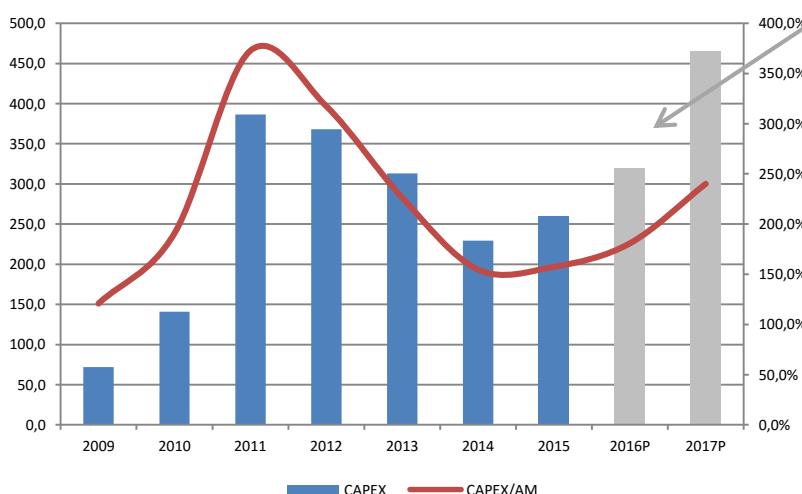
Główny program inwestycyjny spółka zrealizowała w 2011-2013. Kolejny ma mieć swoje apogeum w latach 2017-2019 (granulacja mechaniczna, kwas azotowy). Największy projekt inwestycyjny (gazowa EC 400 MWe) o wartości 1,1 mld PLN stoi pod znakiem zapytania. W naszym modelu NPV projektu przy optymistycznych założeniach (wsparcie dla kogeneracji gazowej po 2020 roku) kalkulujemy na poziomie 0 PLN/akcję, niemniej projekt niósł za sobą wiele ryzyk. Ewentualna zmiana formuły projektu (zmniejszenie, zmiana paliwa, rezygnacja) powinna mieć pozytywne przełożenie na sentyment inwestycyjny do akcji Puław.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2013	2014	2015	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	51,0	36,1							134,5
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	9,2		4,0		5,2						9,2
Terminal przeładunkowo-magazynowy siarki w GZNF	40,0				20,0	20,0					40,0
Instalacja kompaktowania nawozów w GZNF	12,0				12,0						12,0
Budowa bazy magazynowej RSM w Człuchowie	3,1		0,4	2,7							3,1
Kompresor wodoru 1900 Nm3	12,5			10,8	1,7						12,5
Zakup 380 zbiorników do RSM	21,6	12,2	9,4								21,6
Instalacja NOx na kotłach EC	16,0	-	10,5	1,5							12,0
EC 400MWe*	1 125,0			4,6		112,5	562,5	450,0			1 129,6
Kwas azotowy	695,0				25,0	115,0	200,0	135,0	115,0	105,0	695,0
Granulacja mechaniczna nawozów	385,0			8,9	66,0	120,0	45,0	95,0	50,1		385,0
Odtworzeniowy, pozostałe		168,8	137,9	191,3	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	1 398,0
amortyzacja		138,4	148,3	165,2	176,7	193,9	212,8	226,8	236,3	239,9	1 738,3
RAZEM		313,3	229,3	259,9	319,5	576,9	957,5	830,0	315,1	255,0	4 056,5
RAZEM bez EC 400		313,3	229,3	255,3	319,5	464,4	395,0	380,0	315,1	255,0	2 926,9

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

Program inwestycyjny [mln PLN]



Kolejny duży program inwestycyjny dopiero 2017-2019

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

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia kwartalne

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	617,1	652,4	527,7	555,9	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	421,5	445,3
Pszenica [USD/t]	226,7	239,7	193,9	204,3	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	154,9	163,6
Ropa Brent [USD/bbl]	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	49,9	50,7
Gaz HH[USD/MMBTU]	4,7	4,6	4,0	3,8	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,7	2,2
Gaz EU [USD/MMBTU]	9,8	7,6	7,1	8,2	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,6	4,2
Gaz PL [USD/MMBTU]	11,5	11,6	11,2	10,4	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	6,0	5,9
Ceny produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	323,8	317,3	294,2	319,7	346,7	319,0	297,9	304,1	299,1	218,8	240,0	240,0
RSM [USD/t]	199,7	175,0	171,3	185,3	221,7	178,7	164,0	148,9	135,9	129,0	143,0	148,3
Mocznik [USD/t]	330,0	294,3	318,3	311,7	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	220,0	240,0
siarczan amonu [USD/t]	143,2	123,6	143,7	143,9	151,3	147,2	139,4	130,4	131,3	124,9	125,9	129,4
NPK 16-16-16 [USD/t]	339,0	349,7	361,3	326,3	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	300,0	300,0
Chemia												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 903,3	1 933,3	1 952,7	1 819,2	1 531,7	1 736,7	1 633,9	1 507,5	1 428,5	1 530,8	1 500,0	1 500,0
Melamina [EUR/t]	1 353,0	1 334,3	1 304,2	1 333,3	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 360,0	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0
Cena surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 243,7	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	807,6
Fosforyty [USD/t]	122,0	122,0	123,0	125,0	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	108,8	111,8
Sól potasowa [USD/t]	281,7	290,3	297,0	297,0	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	280,0	300,0
Benzen [EUR/t]	1 013,0	1 009,9	1 062,8	895,2	544,6	725,3	695,8	572,8	553,2	594,5	625,5	633,7
Węgiel [PLN/t]	253,9	253,9	253,9	253,9	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0
Energia [PLN/MWh]	211,4	211,4	211,4	211,4	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,18	4,17	4,18	4,21	4,19	4,09	4,19	4,27	4,36	4,37	4,39	4,41
USD/PLN	3,05	3,04	3,15	3,37	3,72	3,69	3,77	3,90	3,96	3,87	3,86	3,86
EUR/USD	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13	1,11	1,11	1,09	1,10	1,13	1,14	1,14
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Nawozy												
Saletra amonowa	807,4	774,7	681,1	799,6	928,0	802,7	775,4	834,1	871,9	565,0	695,3	702,4
RSM	375,0	269,0	255,2	320,7	487,6	309,0	289,9	245,5	228,7	234,9	326,5	354,8
Mocznik	298,4	185,3	294,6	342,6	400,9	362,0	387,0	357,3	216,0	245,3	384,4	465,2
siarczan amonu	101,8	9,4	68,5	9,6	182,1	181,6	160,9	163,9	253,1	218,6	215,4	209,9
NPK	383,6	319,9	443,4	388,4	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	509,4	484,7
Chemia												
Kaprolaktam	3 724,3	3 847,3	3 715,6	3 893,1	4 138,2	4 133,0	3 928,1	3 989,1	3 819,3	4 093,7	3 838,5	3 818,0
Melamina	3 537,0	3 432,8	3 318,8	3 495,3	3 575,1	3 550,2	3 830,3	4 004,5	4 302,1	4 555,2	4 708,5	4 744,7

Źródło: BDM S.A.

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P
Przychody	983,4	847,5	846,2	987,4	1 070,4	827,8	935,3	980,6	951,5	694,7	725,8	771,8
Nawozy	656,0	533,7	508,1	604,5	742,7	499,1	629,2	625,2	662,3	368,9	434,9	443,0
Saletra amonowa	312,7	227,0	209,0	287,8	327,4	205,9	264,1	287,9	292,0	172,2	189,6	234,7
RSM	106,1	116,3	107,8	102,6	150,1	102,1	128,0	79,9	96,9	90,3	94,1	82,2
Mocznik Pulrea	138,5	97,2	18,3	50,4	125,6	100,9	56,8	95,9	130,6	48,9	30,5	27,8
Siarczan amonu/ATS	15,7	10,1	19,0	43,7	22,5	8,2	15,3	25,4	20,8	7,3	14,6	34,9
NPK	51,0	42,0	65,0	54,0	75,0	55,0	91,0	68,0	65,0	50,3	106,0	63,4
Chemia	299,0	303,4	307,4	309,6	294,3	316,7	263,6	283,4	251,9	311,5	274,3	310,1
Kaprolaktam	119,3	115,0	131,0	122,0	105,0	109,0	64,0	89,0	71,0	92,6	79,0	102,3
Melamina	88,4	101,0	85,0	99,0	96,0	99,0	99,0	99,0	100,0	149,0	127,4	131,1
Mocznik Pulnox	69,6	60,0	62,0	61,0	65,0	76,0	67,0	64,0	37,3	48,9	47,5	53,7
Udział												
Nawozy	66,7%	63,0%	60,1%	61,2%	69,4%	60,3%	67,3%	63,8%	69,6%	53,1%	59,9%	57,4%
Saletra amonowa	31,8%	26,8%	24,7%	29,1%	30,6%	24,9%	28,2%	29,4%	30,7%	24,8%	26,1%	30,4%
RSM	10,8%	13,7%	12,7%	10,4%	14,0%	12,3%	13,7%	8,1%	10,2%	13,0%	13,0%	10,7%
Mocznik Pulrea	14,1%	11,5%	2,2%	5,1%	11,7%	12,2%	6,1%	9,8%	13,7%	7,0%	4,2%	3,6%
Siarczan amonu/ATS	1,6%	1,2%	2,2%	4,4%	2,1%	1,0%	1,6%	2,6%	2,2%	1,0%	2,0%	4,5%
NPK	5,2%	5,0%	7,7%	5,5%	7,0%	6,6%	9,7%	6,9%	6,8%	7,2%	14,6%	8,2%
Chemia	30,4%	35,8%	36,3%	31,4%	27,5%	38,3%	28,2%	28,9%	26,5%	44,8%	37,8%	40,2%
Kaprolaktam	12,1%	13,6%	15,5%	12,4%	9,8%	13,2%	6,8%	9,1%	7,5%	13,3%	10,9%	13,3%
Melamina	9,0%	11,9%	10,0%	10,0%	9,0%	12,0%	10,6%	10,1%	10,5%	21,5%	17,6%	17,0%
Mocznik Pulnox	7,1%	7,1%	7,3%	6,2%	6,1%	9,2%	7,2%	6,5%	3,9%	7,0%	6,5%	7,0%
Zmiana r/r	-11,0%	-8,9%	0,8%	7,0%	8,9%	-2,3%	10,5%	-0,7%	-11,1%	-16,1%	-22,4%	-21,3%
Nawozy	-7,3%	-11,1%	-0,3%	3,4%	13,2%	-6,5%	23,8%	3,4%	-10,8%	-26,1%	-30,9%	-29,1%
Saletra amonowa	-6,5%	6,8%	-3,9%	10,5%	4,7%	-9,3%	26,3%	0,0%	-10,8%	-16,4%	-28,2%	-18,5%
RSM	-36,5%	-31,2%	-5,9%	-2,6%	41,5%	-12,2%	18,7%	-22,1%	-35,5%	-11,6%	-26,4%	2,9%
Mocznik Pulrea	116,6%	123,4%	-66,0%	-26,6%	-9,3%	3,8%	211,1%	90,3%	4,0%	-51,5%	-46,3%	-71,1%
Siarczan amonu/ATS	-32,1%	38,3%	20,0%	19,7%	43,3%	-19,5%	-19,5%	-41,8%	-7,8%	-11,1%	-4,9%	37,4%
NPK	-15,4%	-55,9%	16,7%	12,5%	47,1%	31,0%	40,0%	25,9%	-13,3%	-8,5%	16,5%	-6,7%
Chemia	-11,3%	1,9%	2,4%	0,8%	-1,6%	4,4%	-14,2%	-8,4%	-14,4%	-1,6%	4,1%	9,4%
Kaprolaktam	-10,2%	0,9%	10,5%	-1,5%	-12,0%	-5,2%	-51,1%	-27,0%	-32,4%	-15,0%	23,5%	15,0%
Melamina	-20,2%	3,1%	-17,2%	-4,3%	8,6%	-2,0%	16,5%	0,0%	4,2%	50,6%	28,7%	32,4%
Mocznik Pulnox	0,3%	0,0%	25,3%	18,4%	-6,6%	26,7%	8,1%	4,9%	-42,6%	-35,6%	-29,1%	-16,1%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	529,9	458,3	473,9	560,4	613,0	426,6	554,4	474,9	534,2	468,8	487,6	502,5
Saletra amonowa	230,8	171,7	170,2	213,7	225,3	157,9	211,7	221,8	223,8	180,0	180,0	221,8
RSM	127,0	159,6	150,7	131,3	161,5	139,9	186,4	125,8	163,4	160,0	150,0	125,8
Mocznik Pulrea	115,0	60,0	53,0	62,4	120,0	65,0	35,5	22,4	49,5	65,0	36,0	30,0
Siarczan amonu/ATS	36,0	27,0	42,0	90,0	40,0	15,0	29,2	50,0	40,0	15,0	30,0	70,0
NPK	21,0	40,0	58,0	62,9	66,2	48,8	91,6	54,8	57,5	48,8	91,6	54,8
Chemia	94,9	91,0	91,3	84,0	90,8	100,4	87,6	93,9	82,7	103,4	88,9	94,9
Kaprolaktam	16,9	14,6	15,8	15,2	16,4	14,1	10,7	15,5	14,8	13,8	12,0	15,5
Melamina	18,0	21,4	18,5	20,8	20,4	21,3	20,9	20,4	19,9	24,5	20,9	21,4
Mocznik Pulnox	60,0	55,0	57,0	48,0	54,0	65,0	56,0	58,0	48,0	65,0	56,0	58,0
Produkcja NH3 [tys. ton]	326,3	285,1	271,4	289,5	342,7	279,5	292,1	273,1	295,4	305,8	266,9	280,5

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

Główne założenia roczne

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Główne założenia													
Pszenica [USD/100bu]	684,8	588,3	507,4	450,7	491,3	532,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0
Pszenica [USD/t]	251,6	216,2	186,4	165,6	180,5	195,5	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1	202,1
Ropa Brent [USD/bbl]	108,7	99,5	53,7	45,7	53,4	55,8	57,6	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3
Gaz HH [USD/MMBTU]	3,7	4,3	2,6	2,3	3,2	3,0	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gaz EU [USD/MMBTU]	10,5	8,1	6,4	4,4	5,6	5,7	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz PL [USD/MMBTU]	11,2	11,2	8,4	6,4	7,1	7,7	7,9	8,0	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Ceny produktów													
Nawozy													
Saletra amonowa [EUR/t]	314,5	313,7	316,9	249,5	270,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0
RSM [USD/t]	194,1	182,8	178,3	135,9	129,0	143,0	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3	148,3
Mocznik [USD/t]	329,6	313,6	268,7	212,7	260,0	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
siarczan amonu [USD/t]	148,2	138,6	142,1	127,9	141,1	143,8	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6	146,6
NPK 16-16-16 [USD/t]	378,3	344,1	322,7	290,5	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Chemia													
Kaprolaktam [EUR/t]	1 918,1	1 902,1	1 602,4	1 489,8	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0	1 600,0
Melamina [EUR/t]	1 407,6	1 331,2	1 349,6	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4	1 385,4
Cena surowców													
Gaz [PLN/1000m3]	1 252,4	1 243,7	1 114,6	873,9	968,2	1 024,7	1 032,0	1 052,8	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3	1 072,3
Fosforyty [USD/t]	148,0	123,0	127,5	106,8	120,6	123,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5	126,5
Sól potasowa [USD/t]	379,3	291,5	298,5	267,0	320,0	325,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Benzen [EUR/t]	998,2	995,2	634,6	601,7	684,4	701,9	710,7	731,9	731,9	731,9	731,9	731,9	731,9
Węgiel [PLN/t]	267,3	253,9	246,3	234,0	238,7	243,5	248,3	253,3	258,4	263,5	268,8	274,2	279,7
Energia [PLN/MWh]	211,4	211,4	232,5	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	4,38	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
USD/PLN	3,16	3,15	3,77	3,89	3,86	3,79	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
EUR/USD	1,33	1,33	1,11	1,13	1,16	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Teoretyczne marże [PLN/t]													
Nawozy													
Saletra amonowa	768,0	765,7	835,1	708,9	781,3	845,9	842,7	833,6	825,0	825,0	825,0	825,0	825,0
RSM	349,9	305,0	333,0	272,2	218,7	260,3	281,3	273,7	266,4	266,4	266,4	266,4	266,4
Mocznik	327,8	280,2	376,8	328,2	451,2	513,8	525,3	513,4	502,3	502,3	502,3	502,3	502,3
siarczan amonu	120,3	47,3	172,1	224,1	255,0	241,4	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5	219,5
NPK	406,6	383,8	468,8	482,9	493,6	478,1	471,8	467,7	463,8	463,8	463,8	463,8	463,8
Chemia													
Kaprolaktam	3 859,6	3 795,1	4 047,1	3 892,6	4 094,1	4 016,0	3 976,9	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0	3 882,0
Melamina	3 760,0	3 446,0	3 739,9	4 578,0	4 539,5	4 442,9	4 430,4	4 394,9	4 361,5	4 361,5	4 361,5	4 361,5	4 361,5

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 797,9	3 664,5	3 814,0	3 129,9	3 278,8	3 433,8	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0
Nawozy	2 402,0	2 302,3	2 496,1	1 909,2	1 903,3	2 016,6	2 020,6	2 020,6	2 020,6	2 020,6	2 020,6	2 020,6	2 020,6
Saletra amonowa	1 025,0	1 036,5	1 082,8	880,9	953,2	1 003,4	983,3	983,3	983,3	983,3	983,3	983,3	983,3
RSM	556,1	432,8	457,6	356,8	349,1	390,8	409,4	409,4	409,4	409,4	409,4	409,4	409,4
Mocznik Pulrea	229,8	304,4	246,2	149,2	181,1	198,2	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0	201,0
Siarczan amonu/ATS	82,9	88,6	71,9	77,0	97,1	102,5	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7
NPK	259,2	212,0	318,1	295,1	322,7	321,6	320,2	320,2	320,2	320,2	320,2	320,2	320,2
Chemia	1 242,0	1 219,4	1 158,1	1 147,8	1 302,6	1 344,3	1 360,5	1 360,5	1 360,5	1 360,5	1 360,5	1 360,5	1 360,5
Kapolaktam	489,2	487,3	380,0	366,6	429,3	429,3	429,3	429,3	429,3	429,3	429,3	429,3	429,3
Melamina	414,8	373,4	468,6	526,6	548,0	559,0	570,2	570,2	570,2	570,2	570,2	570,2	570,2
Mocznik Pulnox	230,4	252,6	236,1	187,6	227,7	249,2	252,8	252,8	252,8	252,8	252,8	252,8	252,8
Udział													
Nawozy	63,2%	62,8%	65,4%	61,0%	58,1%	58,7%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%
Saletra amonowa	27,0%	28,3%	28,4%	28,1%	29,1%	29,2%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
RSM	14,6%	11,8%	12,0%	11,4%	10,6%	11,4%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Mocznik Pulrea	6,1%	8,3%	6,5%	4,8%	5,5%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Siarczan amonu/ATS	2,2%	2,4%	1,9%	2,5%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
NPK	6,8%	5,8%	8,3%	9,4%	9,8%	9,4%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Chemia	32,7%	33,3%	30,4%	36,7%	39,7%	39,1%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%
Kapolaktam	12,9%	13,3%	10,0%	11,7%	13,1%	12,5%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Melamina	10,9%	10,2%	12,3%	16,8%	16,7%	16,3%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Mocznik Pulnox	6,1%	6,9%	6,2%	6,0%	6,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Zmiana r/r	-4,6%	-3,5%	4,1%	-17,9%	4,8%	4,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-5,5%	-4,2%	8,4%	-23,5%	-0,3%	6,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	12,6%	1,1%	4,5%	-18,7%	8,2%	5,3%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	-4,1%	-22,2%	5,7%	-22,0%	-2,2%	11,9%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	-48,8%	32,4%	-19,1%	-39,4%	21,4%	9,5%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	4,4%	6,9%	-18,9%	7,1%	26,1%	5,6%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-11,8%	-18,2%	50,0%	-7,2%	9,4%	-0,3%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	-3,1%	-1,8%	-5,0%	-0,9%	13,5%	3,2%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapolaktam	-7,0%	-0,4%	-22,0%	-3,5%	17,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	22,1%	-10,0%	25,5%	12,4%	4,1%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	-22,6%	9,6%	-6,5%	-20,5%	21,4%	9,5%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]													
Nawozy	2121	2022	2069	1993	2011	2017	2020	2026	2031	2037	2042	2048	2054
Saletra amonowa	779	786	817	806	790	774	758	758	758	758	758	758	758
RSM	671	569	614	599	605	611	617	617	617	617	617	617	617
Mocznik Pulrea	264	290	243	181	181	181	181	181	181	181	181	181	181
Siarczan amonu/ATS	185	195	134	155	178	188	196	196	196	196	196	196	196
NPK	222	182	261	253	258	263	268	274	279	285	290	296	302
Chemia	331	361	373	370	375	377	379	379	379	379	379	379	379
Kapolaktam	65	62	57	56	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Melamina	80	79	83	87	88	90	92	92	92	92	92	92	92
Mocznik Pulnox	185	220	233	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227
Produkcja NH ₃ [tys. ton]	1 181,0	1 172,3	1 187,3	1 148,5	1 154,4	1 155,0	1 155,9	1 155,9	1 121,3	1 121,3	1 121,3	1 121,3	1 121,3
wykorzystanie mocy	105%	104%	106%	102%	103%	103%	103%	103%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja HNO ₃ [tys. ton]	1 038,4	979,4	1 031,7	1 013,8	1 004,9	996,3	987,9	987,9	987,9	987,9	987,9	987,9	987,9
wykorzystanie mocy	104%	98%	103%	101%	100%	100%	99%	99%	71%	71%	71%	71%	71%
Produkcja AN [tys. ton]	1 316,1	1 241,3	1 307,6	1 285,0	1 273,7	1 262,7	1 252,1	1 252,1	1 252,1	1 252,1	1 252,1	1 252,1	1 252,1
wykorzystanie mocy	120%	113%	119%	117%	116%	115%	114%	114%	114%	114%	114%	114%	114%
Produkcja U [tys. ton]	1 097,5	1 096,1	1 096,6	1 047,7	1 059,3	1 071,2	1 083,2	1 083,2	1 083,2	1 083,2	1 083,2	1 083,2	1 083,2
wykorzystanie mocy	90%	90%	90%	86%	87%	88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%

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]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2 125,7	2 227,1	2 369,7	2 641,4	2 823,4	2 976,6	3 051,2	3 063,4	3 071,4	3 077,0	3 080,6	3 082,2
Wartości niematerialne i prawne	48,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5	53,5
Rzeczowe aktywa trwałe	1 955,3	2 048,7	2 191,2	2 462,9	2 645,0	2 798,1	2 872,7	2 884,9	2 892,9	2 898,5	2 902,1	2 903,7
Aktywa obrotowe	1 417,4	1 629,2	1 596,8	1 475,2	1 534,8	1 534,4	1 416,9	1 456,1	1 445,1	1 436,4	1 429,9	1 425,2
Zapasy	383,3	351,0	288,0	301,7	316,0	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8
Należności krótkoterminowe	586,4	440,1	361,2	378,4	396,3	398,6	398,6	398,6	398,6	398,6	398,6	398,6
Inwestycje krótkoterminowe	331,8	716,7	826,2	673,7	701,1	696,6	579,1	618,3	607,3	598,6	592,0	587,3
-środki pieniężne i ekwiwalenty	328,7	713,5	823,0	670,6	698,0	693,4	575,9	615,1	604,1	595,4	588,8	584,2
Aktywa razem	3 543,2	3 856,3	3 966,5	4 116,6	4 358,2	4 511,0	4 468,1	4 519,6	4 516,5	4 513,4	4 510,4	4 507,3
Kapitał (fundusz) własny	2 714,1	3 033,2	3 274,0	3 403,1	3 622,8	3 772,7	3 729,8	3 781,3	3 778,2	3 775,2	3 772,1	3 769,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zysk zatrzymane/ niepokryte straty	2 060,8	2 153,5	2 403,7	2 580,3	2 737,9	2 920,3	3 005,1	3 005,1	3 005,1	3 005,1	3 005,1	3 005,1
Zysk (strata) netto okresu	224,5	450,9	441,5	394,0	456,1	423,6	296,0	347,4	344,3	341,3	338,3	335,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	814,3	816,2	685,8	706,9	728,8	731,6	731,6	731,6	731,6	731,6	731,6	731,6
Rezerwy na zobowiązania	183,9	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1	204,1
Zobowiązania długoterminowe	44,3	42,8	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6
-oprocentowane	5,1	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	586,1	569,3	442,1	463,1	485,0	487,9	487,9	487,9	487,9	487,9	487,9	487,9
-oprocentowane	6,2	30,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3 543,2	3 856,3	3 966,5	4 116,6	4 358,2	4 511,0	4 468,1	4 519,6	4 516,5	4 513,4	4 510,4	4 507,3

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	3 664,5	3 814,0	3 129,9	3 278,8	3 433,8	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0	3 454,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 966,4	2 836,5	2 141,6	2 328,5	2 388,5	2 439,0	2 583,6	2 557,6	2 553,9	2 549,9	2 545,8	2 541,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	698,1	977,5	988,2	950,3	1 045,3	1 015,0	870,5	896,4	900,2	904,1	908,3	912,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	461,2	472,4	452,3	446,7	464,1	472,2	479,0	486,0	493,2	500,6	508,3	516,2
Zysk (strata) na sprzedaży	236,9	505,1	536,0	503,6	581,2	542,8	391,5	410,4	407,0	403,5	400,0	396,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8,8	-8,1	-27,3	-37,4	-39,1	-40,7	-43,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	393,9	662,3	687,0	660,2	754,9	728,9	584,4	650,3	647,7	644,8	641,6	638,2
EBIT	245,6	497,1	508,6	466,2	542,1	502,1	348,1	410,4	407,0	403,5	400,0	396,3
Saldo działalności finansowej	15,5	16,0	21,6	20,1	20,9	20,8	17,3	18,5	18,1	17,9	17,7	17,5
Zysk (strata) brutto	264,0	515,1	530,8	486,4	563,1	522,9	365,4	428,9	425,1	421,4	417,6	413,8
Zysk (strata) netto	224,5	450,9	441,5	394,0	456,1	423,6	296,0	347,4	344,3	341,3	338,3	335,2

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	294,9	689,0	639,0	557,9	637,7	628,2	515,0	568,9	566,9	564,7	562,3	559,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-185,1	-187,1	-295,1	-445,5	-373,9	-359,1	-293,6	-233,7	-230,6	-229,1	-227,6	-226,0
Przepływy z działalności finansowej	-214,1	-116,3	-234,5	-264,9	-236,4	-273,6	-338,9	-296,0	-347,4	-344,3	-341,3	-338,3
Przepływy pieniężne netto	-104,3	385,6	109,5	-152,5	27,4	-4,6	-117,5	39,2	-11,0	-8,7	-6,6	-4,7
Środki pieniężne na początek okresu	435,0	328,7	713,5	823,0	670,6	698,0	693,4	575,9	615,1	604,1	595,4	588,8
Środki pieniężne na koniec okresu	328,7	713,5	823,0	670,6	698,0	693,4	575,9	615,1	604,1	595,4	588,8	584,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	4,1%	-17,9%	4,8%	4,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	68,1%	3,7%	-3,9%	14,4%	-3,4%	-19,8%	11,3%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%
EBIT zmiana r/r	102,4%	2,3%	-8,3%	16,3%	-7,4%	-30,7%	17,9%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Zysk netto zmiana r/r	100,9%	-2,1%	-10,8%	15,8%	-7,1%	-30,1%	17,4%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Marża brutto na sprzedaży	25,6%	31,6%	29,0%	30,4%	29,4%	25,2%	26,0%	26,1%	26,2%	26,3%	26,4%
Marża EBITDA	17,4%	22,0%	20,1%	22,0%	21,1%	16,9%	18,8%	18,8%	18,7%	18,6%	18,5%
Marża EBIT	13,0%	16,3%	14,2%	15,8%	14,5%	10,1%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%
Marża brutto	13,5%	17,0%	14,8%	16,4%	15,1%	10,6%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,0%
Marża netto	11,8%	14,1%	12,0%	13,3%	12,3%	8,6%	10,1%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%
COGS / przychody	74,4%	68,4%	71,0%	69,6%	70,6%	74,8%	74,0%	73,9%	73,8%	73,7%	73,6%
SG&A / przychody	12,4%	14,5%	13,6%	13,5%	13,7%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%
SG&A / COGS	16,7%	21,1%	19,2%	19,4%	19,4%	18,5%	19,0%	19,3%	19,6%	20,0%	20,3%
ROE	14,9%	13,5%	11,6%	12,6%	11,2%	7,9%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%
ROA	11,7%	11,1%	9,6%	10,5%	9,4%	6,6%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%
Dług	33,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-679,8	-823,0	-670,6	-698,0	-693,4	-575,9	-615,1	-604,1	-595,4	-588,8	-584,2
Dług netto / kapitał własny	-22,4%	-25,1%	-19,7%	-19,3%	-18,4%	-15,4%	-16,3%	-16,0%	-15,8%	-15,6%	-15,5%
Dług netto / EBITDA	-1,0	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBIT	-1,4	-1,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
EV	3 238,8	3 095,6	3 248,0	3 220,6	3 225,2	3 342,6	3 303,5	3 314,5	3 323,2	3 329,7	3 334,4
Dług / EV	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,8%	10,2%	14,2%	11,5%	11,0%	9,0%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
CAPEX / Amortyzacja	157,3%	180,7%	240,1%	185,5%	167,5%	131,6%	105,1%	103,3%	102,3%	101,5%	100,7%
Amortyzacja / Przychody	4,3%	5,6%	5,9%	6,2%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Zmiana KO / Przychody	-4,1%	-1,7%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-103,4%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	1,0	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E*	8,7	8,9	9,9	8,6	9,3	13,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7
P/BV*	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	6,4	6,3	6,7	5,9	6,0	7,4	6,7	6,7	6,7	6,8	6,8
EV/EBITDA*	4,9	4,5	4,9	4,3	4,4	5,7	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2
EV/EBIT*	6,5	6,1	7,0	5,9	6,4	9,6	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4
EV/S*	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
BVPS	158,7	171,3	178,0	189,5	197,4	195,1	197,8	197,7	197,5	197,3	197,2
EPS	23,6	23,1	20,6	23,9	22,2	15,5	18,2	18,0	17,9	17,7	17,5
CEPS	32,2	32,3	30,8	35,0	34,0	27,8	30,7	30,6	30,5	30,3	30,2
FCFPS	12,8	13,2	10,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,7	16,7	0,0	0,0
DPS za okres	7,0	10,5	13,9	12,4	14,3	17,7	15,5	18,2	18,0	17,9	17,7
Payout ratio	51,4%	44,5%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 205 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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

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
Redukuj	65,8	Sprzedaj	60,2	28.07.2016	75,0	46 854,0
Sprzedaj	60,2	Sprzedaj	44,7	06.11.2015	93,0	50 106,0
Sprzedaj	44,7	Sprzedaj	51,2	08.08.2014	72,0	49 958,7
Sprzedaj	51,2	-	-	30.12.2013	64,0	51 281,1

Historia rekomendacji ZCh Police

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Trzymaj	21,3	Trzymaj	23,0	28.07.2016	21,5	46 854,0
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
Akumuluj	239	Trzymaj	165*	28.07.2016	206	46 854,0
Trzymaj	165*	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, 10,5 PLN/akcję w 2016 roku)

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	2	28,6%
Akumuluj	2	28,6%
Trzymaj	1	14,3%
Redukuj	2	28,6%
Sprzedaj	0	0,0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (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 poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.07.2016 roku, 14:41 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.08.2016 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 zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 28.07.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitentów.
- 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 tym podmiocie
- 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 emitentów 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 emitenta 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 spółką będącą 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 zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.