Dom Maklerski BDM S.A.

CHEMIA (SEKTOR NAWOZOWY)
OPRACOWANIE ZBIORCZE

GRUPA AZOTY- AKUMULUJ ⬆ (80,4 PLN)
POLICE- TRZYMAJ ➡ (22,4 PLN)
PUŁAWY- KUPUJ ⬆ (226 PLN)

Krystian Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.

28 LIPIEC 2017, 08:35 CEST

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

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE I STRATEGIA WOBEC SPÓŁEK 3

Wybrane dane finansowe spółek 4
CAPEX i dywidenda 5
Założenie dla rentowności spółek- w połowie cyklu koniunkturalnego 7
Rozkład mocy produkcyjnych i ekspozycja poszczególnych spółek 8

OTOCZENIE RYNKOWE 9

Rosnące ceny zbóż 9
Rekordowe zapasy pszenicy tylko w ujęciu nominalnym 10
Wzrost produkcji napędza wzrost „yieldów" (urodzaju) 10
Rynek pszenicy- czy to zwykły „short squeeze" ? 11
Rynek zbóż a nawozowy 11
Notowania podstawowych nawozów- saletrzane>azotowe>wieloskładnikowe 13
Oczekiwana nadpodaż nawozów azotowych 14
Prognozy wzrostu podaży a rzeczywistość 14
Chiny, Chiny, Chiny 15
Ceny węgla w Chinach a koszt produkcji mocznika 16
Gaz z perspektywą niższych cen w 2H'17 16
Ograniczenie zawartości kadmu w nawozach fosforowych 17

GRUPA AZOTY 18

WYCENA I PODSUMOWANIE 19
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 22
WYCENA DCF 23
WYCENA PORÓWNAWCZA 26
WYNIKI 1Q'17 27
PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW 28
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO 30
Zmiany w programie inwestycyjnym 32
REALIZACJA STRATEGII 33
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026 34
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE 38

POLICE 40

WYCENA I PODSUMOWANIE 41
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 42
WYCENA DCF 43
WYCENA PORÓWNAWCZA 46
WYNIKI 1Q'17 47
PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW 48
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO 49
Aktualizacja inwestycji PDH w Policach 50
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026 51
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE 55

PUŁAWY 57

WYCENA I PODSUMOWANIE 58
WYCENA DCF 60
WYCENA PORÓWNAWCZA 63
WYNIKI 1Q'17 64
PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW 65
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO 66
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026 67
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE 71

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	69,0	6 844,5	Akumuluj	80,4	16,5%	67,6	88,8	Redukuj	65,8
Police	21,0	1 575,0	Trzymaj	22,4	6,5%	20,8	24,0	Trzymaj	21,3
Puławy	185,0	3 536,3	Kupuj	226	22,2%	221,6	230,6	Akumuluj	239

Źródło: BDM S.A.

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Azoty

Od ponad 4 lat segment tworzywowy obciążał wyniki grupy generując blisko 190 mln PLN skumulowanej straty EBITDA. Dzięki zdecydowanej poprawie koniunktury biznes ten w samym 1Q'17 wypracował ok. 66 mln PLN EBITDA (najlepiej od 4Q'11). Dodatkowo spółka pochwaliła się rekordowym wynikiem w chemii na poziomie 99 mln PLN EBITDA. W 2Q'17 otoczenie w tworzywach/chemii było jeszcze lepsze, a koszt gazu nie przeszkadzał spółce tak jak na początku roku. Grupa weszła w okres niskiej bazy wynikowej, przez co dynamiki wzrostu EBITDA w kolejnych kwartałach powinny być imponujące. **Akcentując niską wycenę rynkową, z ok. 30% dyskontem do Yara, zdecydowaliśmy się podnieść rekomendację dla spółki z redukuj do AKUMULUJ wyznaczając jednocześnie cenę docelową na 80,4 PLN/szt.**

Police

Spółka powinna pokazać bardzo wysokie dynamiki wzrostu wyników w 2Q'17 i 2H'17 (niska baza) gł. dzięki mocnej koniunkturze w bieli tytanowej. Obecnie Police generują tam EBITDA najlepszą od 5 lat. Z kolei w segmencie nawozowym baza wynikowa jest bardzo niska. **Niemniej mając na względzie wyższą wycenę rynkową, z ponad 20% premią do Grupy Azoty czy Puław, a także relatywnie słabsze perspektywy odbicia cen nawozów wieloskładnikowych, największe zadłużenie (1,6x ABITDA adj. 12m) i potencjalne duże obciążenie bilansu w związku z projektem PDH+PP, decydujemy się utrzymać zalecenie TRZYMAJ dla spółki z ceną docelową 22,4 PLN/szt.**

Puławy

Obecnie spółka korzysta z bardzo dobrej koniunktury w obszarze kaprolaktamu i melaminy, gdzie otoczenie było jeszcze lepsze w 2Q'17 q/q. Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska, a przy oczekiwanej poprawie w segmencie nawozowym spółka powinna utrzymać dwucyfrową dynamikę wzrostu EBITDA (szczególnie w 4Q'17). **Zwracamy ponadto uwagę na niską wycenę rynkową, z blisko 20% dyskontem do Grupy Azoty i Polic, silny bilans czy elastyczny i doinwestowany majątek produkcyjny. Decydujemy się podnieść zalecenie dla spółki z akumuluj do KUPUJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 226 PLN/akcję.**

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe spółek

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	9 898,5	10 007,9	8 955,7	9 298,2	9 774,4
EBITDA adj.	862,4	1 352,7	1 059,8	1 276,8	1 431,4
EBIT	302,2	824,4	486,1	735,6	823,9
Zysk netto	231,4	604,6	343,3	546,0	594,7
Marża EBITDA	8,7%	13,5%	11,8%	13,7%	14,6%
Marża EBIT	3,1%	8,2%	5,4%	7,9%	8,4%
Marża netto	2,3%	6,0%	3,8%	5,9%	6,1%
P/BV (x)	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
P/E (x)	29,6	11,3	19,9	12,5	11,5
EV/EBITDA (x)	8,5	5,4	7,3	5,7	5,1

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

Wybrane dane finansowe Grupa Azoty [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	r/r	2Q'16	2Q'17P	r/r
Przychody	2 475,6	2 687,2	8,5%	2 158,2	2 190,1	1,5%
EBITDA adj.	516,7	447,7	-13,4%	201,9	331,7	64,3%
EBIT	389,2	313,7	-19,4%	48,7	195,9	302,5%
Zysk netto	272,4	225,7	-17,1%	44,4	145,9	228,9%
Marża EBITDA	20,9%	16,7%		9,4%	15,1%	
Marża EBIT	15,7%	11,7%		2,3%	8,9%	
Marża netto	11,0%	8,4%		2,1%	6,7%	
P/BV (x)	1,4	1,0		1,0	0,9	
P/E (x)	14,8	19,5		11,6	14,7	
EV/EBITDA (x)	6,9	7,4		5,4	6,0	

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

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	2 412,4	2 741,0	2 417,0	2 570,7	3 144,2
EBITDA adj.	173,5	293,2	231,9	271,0	279,6
EBIT	80,8	198,9	99,3	173,2	176,8
Zysk netto	63,5	158,5	87,9	137,5	144,9
Marża EBITDA	7,2%	10,7%	9,6%	10,5%	8,9%
Marża EBIT	3,3%	7,3%	4,1%	6,7%	5,6%
Marża netto	2,6%	5,8%	3,6%	5,3%	4,6%
P/BV (x)	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2
P/E (x)	24,8	9,9	17,9	11,5	10,9
EV/EBITDA (x)	10,2	6,1	8,0	6,8	6,4

Źródło: BDM S.A. , spółka

Wybrane dane finansowe Police [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	r/r	2Q'16	2Q'17P	r/r
Przychody	686,5	699,3	1,9%	605,1	621,4	2,7%
EBITDA adj.	106,6	84,2	-21,0%	63,7	78,8	23,7%
EBIT	70,7	59,8	-15,5%	7,7	54,3	608,3%
Zysk netto	67,5	47,6	-29,5%	17,2	43,2	150,9%
Marża EBITDA	15,5%	12,0%		10,5%	12,7%	
Marża EBIT	10,3%	8,5%		1,3%	8,7%	
Marża netto	9,8%	6,8%		2,8%	7,0%	
P/BV (x)	1,7	1,3		1,3	1,3	
P/E (x)	11,4	22,4		11,6	16,4	
EV/EBITDA (x)	7,4	8,9		6,5	8,2	

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

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	3 664,5	3 814,0	3 347,6	3 379,0	3 559,1
EBITDA	393,9	662,3	489,6	539,1	579,2
EBIT	245,6	497,1	302,8	342,6	362,6
Zysk netto	224,5	450,9	272,1	302,3	308,6
Marża EBITDA	10,8%	17,4%	14,6%	16,0%	16,3%
Marża EBIT	6,7%	13,0%	9,0%	10,1%	10,2%
Marża netto	6,1%	11,8%	8,1%	8,9%	8,7%
P/BV (x)	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
P/E (x)	15,8	7,8	13,0	11,7	11,5
EV/EBITDA (x)	8,2	4,3	5,7	5,3	5,0

Źródło: BDM S.A., spółka

Wybrane dane finansowe Puławy [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	r/r	2Q'16	2Q'17P	r/r
Przychody	951,5	1 003,1	5,4%	809,3	770,7	-4,8%
EBITDA adj.	227,1	203,6	-10,4%	114,9	143,6	25,0%
EBIT	181,2	155,5	-14,2%	68,2	94,0	37,9%
Zysk netto	161,3	138,0	-14,4%	66,2	80,5	21,5%
Marża EBITDA	23,9%	20,3%		14,2%	18,6%	
Marża EBIT	19,0%	15,5%		8,4%	12,2%	
Marża netto	17,0%	13,8%		8,2%	10,4%	
P/BV (x)	1,5	1,1		1,3	0,9	
P/E (x)	10,7	13,8		9,7	11,5	
EV/EBITDA (x)	5,7	5,9		5,2	4,8	

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P
Przychody	2 056,0	1 816,0	1 696,0	1 784,8	1 748,8
EBITDA	214,0	223,4	202,2	255,8	298,5
EBIT	89,4	147,1	121,5	166,5	202,9
Zysk netto	78,0	123,8	97,1	133,7	163,4
Marża EBITDA	10,4%	12,3%	11,9%	14,3%	17,1%
Marża EBIT	4,4%	8,1%	7,2%	9,3%	11,6%
Marża netto	3,8%	6,8%	5,7%	7,5%	9,3%
P/BV (x)	-	-	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-

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

Wybrane dane finansowe Kędzierzyn* [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	r/r	2Q'16	2Q'17P	r/r
Przychody	441,0	485,0	10,0%	411,0	433,9	5,6%
EBITDA	104,0	81,0	-22,1%	50,0	55,8	11,7%
EBIT	82,5	57,7	-30,0%	33,4	33,8	1,3%
Zysk netto	66,0	48,0	-27,3%	28,0	27,1	-3,1%
Marża EBITDA	23,6%	16,7%		12,2%	12,9%	
Marża EBIT	18,7%	11,9%		8,1%	7,8%	
Marża netto	15,0%	9,9%		6,8%	6,3%	
P/BV (x)	-	-		-	-	
P/E (x)	-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-	

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

CAPEX i dywidenda

Plan inwestycyjny [mln PLN]

		2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	CUM 2017-2019
Grupa Azoty	CAPEX	680,9	676,4	1 061,8	1 241,2	1 155,7	1 114,9	856,8	**3 127,4**
	CAPEX/Amortyzacja	123,8%	130,0%	219,0%	238,8%	196,3%	174,5%	130,0%	**165,8%**
	CAPEX/Przychody	6,9%	6,8%	10,6%	13,9%	12,4%	11,4%	8,5%	**10,7%**
ZCh Police	CAPEX	150,1	161,2	240,1	300,8	208,2	132,1	105,7	**445,9**
	CAPEX/Amortyzacja	175,1%	173,8%	284,9%	339,5%	212,9%	128,4%	101,6%	**146,4%**
	CAPEX/Przychody	6,1%	6,7%	8,8%	12,4%	8,1%	4,2%	3,2%	**4,9%**
ZA Puławy	CAPEX	313,3	229,3	259,9	256,2	405,5	427,1	367,3	**921,6**
	CAPEX/Amortyzacja	226,4%	154,6%	157,3%	137,2%	204,7%	197,2%	158,3%	**142,5%**
	CAPEX/Przychody	8,2%	6,3%	6,8%	7,7%	12,0%	12,0%	10,0%	**8,7%**
ZA Kędzierzyn	CAPEX	53,2	128,9	263,3	198,7	161,8	196,1	148,7	**506,6**
	CAPEX/Amortyzacja	70,0%	152,4%	345,1%	246,1%	181,2%	205,3%	150,7%	**178,7%**
	CAPEX/Przychody	2,6%	6,3%	14,5%	11,7%	9,1%	11,2%	8,3%	**9,5%**

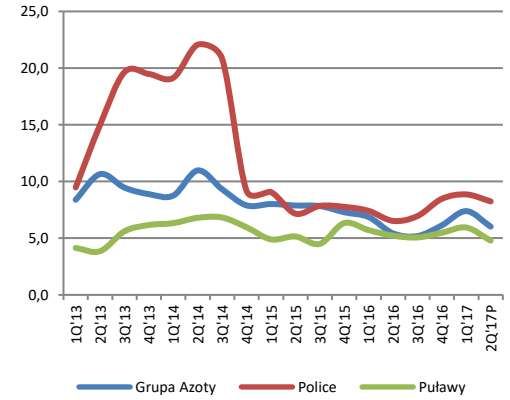
Źródło: BDM S.A., spółki

Dywidenda [mln PLN]

		2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	CUM 2017-2019
Grupa Azoty	Dywidenda	170,8	41,8	25,5	96,5	78,4	161,4	204,6	**444,4**
	Stopa wypłaty	59,4%	45,0%	0,0%	39,9%	34,9%	60,0%	60,0%	
	DY w okresie	2,5%	0,3%	0,0%	1,2%	1,2%	2,4%	3,0%	**6,59%**
ZCh Police	Dywidenda	50,4	23,3	42,0	0,0	31,5	68,7	86,9	**187,2**
	Stopa wypłaty	48,4%	45,2%	66,1%	0,0%	35,8%	50,0%	60,0%	
	DY w okresie	3,4%	1,4%	2,6%	0,0%	2,0%	4,3%	5,5%	**11,77%**
ZA Puławy	Dywidenda	179,7	198,4	134,4	200,7	164,0	181,4	185,2	**530,6**
	Stopa wypłaty	29,9%	50,9%	51,4%	44,5%	60,3%	60,0%	60,0%	
	DY w okresie	6,7%	5,8%	3,9%	6,0%	4,9%	5,4%	5,5%	**15,86%**
ZA Kędzierzyn	Dywidenda	63,3	42,1	58,7	62,1	72,9	100,3	122,6	**295,7**
	Stopa wypłaty	54,6%	49,5%	75,3%	50,2%	75,0%	75,0%	75,0%	
	DY w okresie	-	-	-	-	-	-	-	**-**

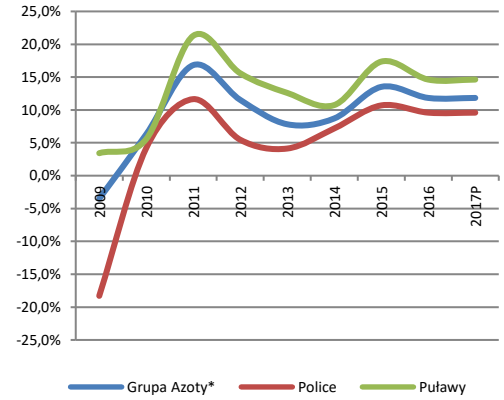
Źródło: BDM S.A., spółki

Historyczna wycena spółek EV/EBITDA*



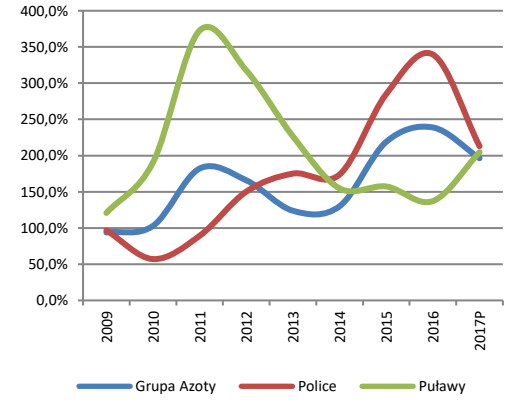
*Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *-oczyszczona. Kurs EoQ*

Historyczne marże EBITDA spółek z Grupy Azoty



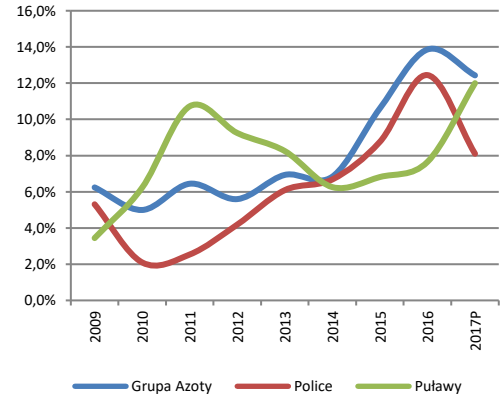
*Źródło: BDM S.A., Spółka. *- pro forma*

CAPEX/amortyzacja



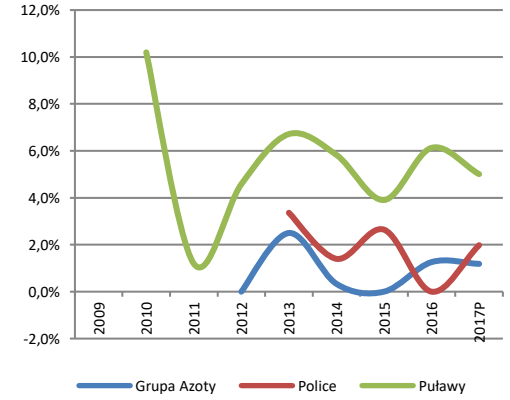
Źródło: BDM S.A., Spółka

CAPEX/przychody



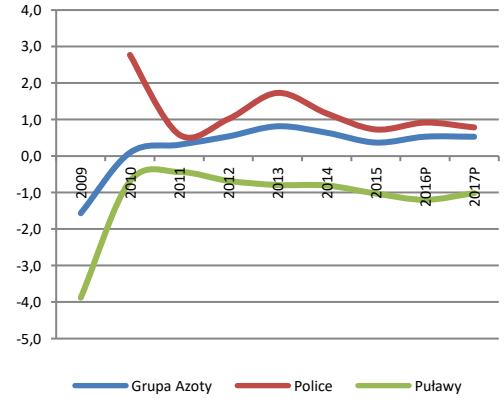
Źródło: BDM S.A., Spółka

DY w okresie



Źródło: BDM S.A., Spółka

Dług netto/EBITDA*



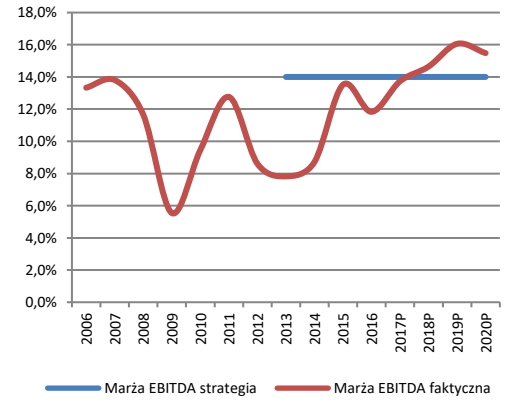
*Źródło: BDM S.A., Spółka. *-oczyszczona*

Założenie dla rentowności spółek- w połowie cyklu koniunkturalnego

Nasze założenia odnośnie rentowności spółek wchodzących w skład Grupy Azoty są nieznacznie powyżej oczekiwań w strategii zarządu (>14% marży EBITDA) jak i historycznych poziomów (>12% marży EBITDA).

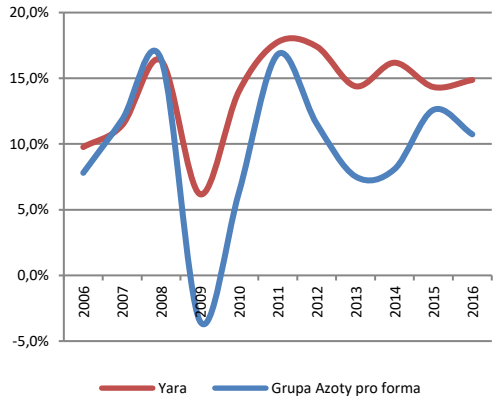
Mediana oczyszczonej EBITDA pro forma w latach 2005-2016 wynosiła ok. 900 mln PLN, a rozpiętość wyników kształtowała się od 0,9-2 mld PLN. W naszych prognozach oczekujemy średnio ok. 1,5 mld PLN EBITDA w latach 2017-2020, co przy oczekiwanej poprawie rynku i po zrealizowanych efektach synergii (Azoty Pro ok. 300 mln PLN) wydaje się założeniem rozsądnym.

Marża EBITDA Grupa Azoty vs strategia zarządu*



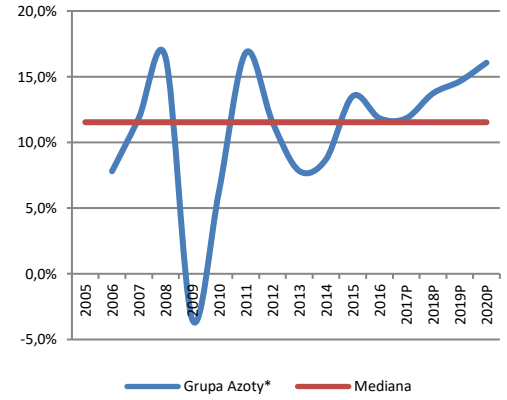
*Źródło: BDM S.A., Spółka. *- z sierpnia 2013, operacjonalizacja sierpień 2014, aktualizacja z maja'17.*

Marża EBITDA Grupa Azoty pro forma vs Yara



*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)

	2005-2016			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	120,7	108,3	322,5	10,3
ZAK	175,7	174,0	347,8	-26,3
Police	141,2	168,2	322,1	-271,7
Puławy	426,4	436,1	766,9	71,6
Siarkopol	50,9	19,6	270,9	-36,3
RAZEM pro forma*	**914,9**	**906,3**	**2 030,2**	**-252,4**

	2017-2020P			
	średnia	mediana	najwyższa	najniższa
Tarnów	338,4	349,9	409,9	244,1
ZAK	301,8	309,1	333,2	255,8
Police	283,0	278,6	303,9	271,0
Puławy	580,4	587,0	608,5	539,1
Siarkopol	-25,2	-27,2	-18,3	-28,2
RAZEM pro forma*	**1 478,4**	**1 497,3**	**1 637,2**	**1 281,8**

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

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	384	560	1 125			2 249
Kwas siarkowy			1 020		120		1 140
Kwas azotowy	45 (1)	300		1 000 (2)			1 345
Kwas fosforowy			480				480
Nawozy saletrzane	490	616		1 100 (3)			2 206
Siarczan amonu	424			196			620
Mocznik		167	400	1 215			1 782
RSM		100		1 200			1 300
Nawozy wieloskładnikowe			1 320		360		1 680
Kaprolaktam	102			70			172
Poliamid	102 (4)						102
Biel tytanowa			40				40
Melamina				92			92
Siarka						700	700
Alkohole OXO		162					162
Plastyfikatory		70					70

Źródło: BDM S.A., spółki. (1)- rozbudowa do 80 tys. ton od 2018, (2)- rozbudowa do 1320 tys. ton od 2021-2024, (3)- rozbudowa do 1300 tys. ton od 2020, (4)- rozbudowa do 182 tys. ton od 2018,

Ekspozycja produktowa poszczególnych spółek w 2016 roku*

	Grupa Azoty	ZA Tarnów	ZCh Police	ZA Puławy	ZA Kędzierzyn
Nawozy	60,6%	33,8%	74,1%	61,5%	41,8%
azotowe	41,3%	33,8%	13,0%	54,0%	41,8%
mocznik/RSM**	15,9%		13,0%	27,1%	8,2%
saletra amonowa	15,6%			24,7%	33,7%
saletrzak/saletrosan	7,8%	28,3%			0,0%
siarczan amonu	2,0%	5,5%		2,2%	
wieloskładnikowe	19,3%	0,0%	61,1%	7,5%	0,0%
NPK	15,7%		48,0%	7,5%	
DAP	3,5%		13,1%		
Tworzywa	14,5%	52,7%	0,0%	10,4%	0,0%
poliamid	9,6%	49,1%			
kaprolaktam	5,0%	3,6%		10,4%	
Chemia	19,7%	0,0%	24,8%	14,0%	46,8%
alkohole (2EH)	6,9%				32,5%
plastyfikatory (DEPH)	3,0%				14,0%
melamina	5,9%			14,0%	
biel tytanowa	3,9%		12,7%		
amoniak			12,1%		0,3%
RAZEM	**94,7%**	**86,5%**	**98,9%**	**85,8%**	**88,6%**

*Źródło: BDM S.A., spółki. *- w relacji do przychodów, **- zawiera także mocznik techniczny*

Ekspozycja surowcowa poszczególnych spółek w 2016 roku*

	Grupa Azoty	ZA Tarnów	ZCh Police	ZA Puławy	ZA Kędzierzyn
Gaz	17,8%	9,3%	15,9%	26,0%	17,1%
Fenol	3,3%	19,2%			
Kaprolaktam		4,1%			
Benzen	2,2%			5,6%	
Sól potasowa	4,4%		14,6%		
Fosforyty	3,3%		13,9%		
Propylen	3,3%				17,6%
Kwas teraftolowy	0,5%				2,6%
Wegiel	2,8%	2,9%		5,6%	0,9%
Energia elektryczna	5,0%	3,5%		6,1%	5,2%
Pozostałe	12,9%	19,2%	19,0%	7,7%	8,4%
RAZEM	**55,6%**	**58,3%**	**63,4%**	**51,1%**	**51,8%**

*Źródło: BDM S.A., spółki. *- w relacji do przychodów*

OTOCZENIE RYNKOWE

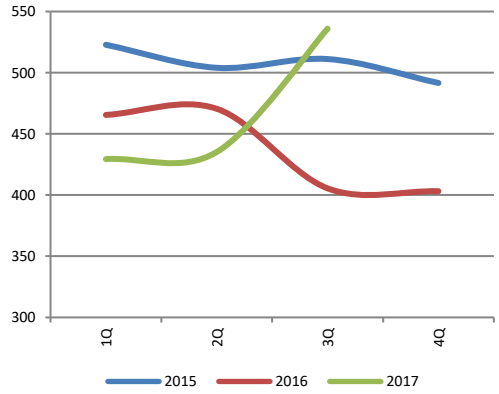
Rosnące ceny zbóż

Ceny pszenicy na giełdzie w Chicago wzrosły w ostatnim czasie do ok. 540 USD/100bu (+30% 2017 YTD), co jest poziomem najwyższym od 2015 roku. Ceny kukurydzy utrzymują się na relatywnie płaskim poziomie w 2017 roku (+10% r/r). Na wzrost cen wpłynęły informacje o gorszej jakości zbóż na gł. rynkach.

Ostatnie prognozy USDA (lipiec 2017) sugerują obniżenie produkcji pszenicy na sezon 2017/2018 o 1,7 mln ton (vs prognoza z czerwca). W relacji do sezonu 2016/2017 oznacza to obniżenie produkcji o 16,5 mln ton (-2,2% r/r). Możliwe są dalsze rewizje, co powinno wpłynąć na spadek zapasów i wzrost cen.

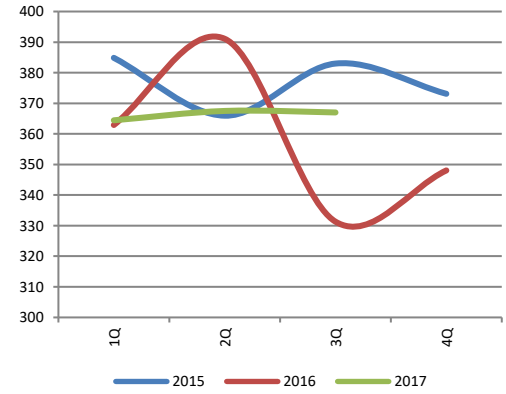
W naszej opinii obecnie, po kilku latach spadku cen zbóż w odpowiedzi na rosnące zbiory i wysokie zapasy, pojawiła się szansa na zmianę negatywnego postrzegania rynku.

Ceny pszenicy [USD/100bu]



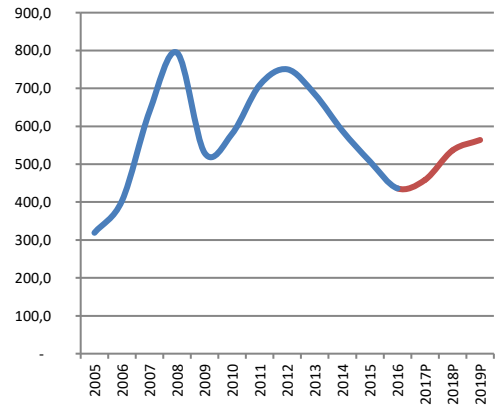
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Ceny kukurydzy [USD/100bu]



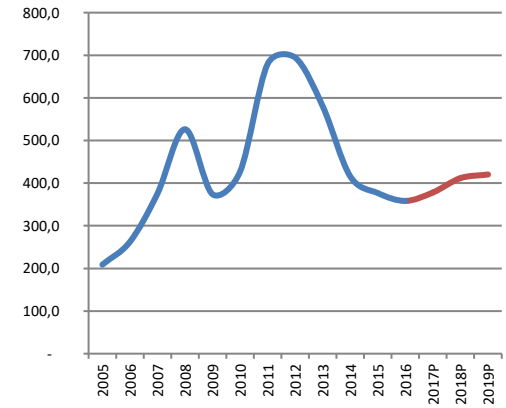
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Ceny pszenicy [USD/100bu]- prognoza 2017-2019



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

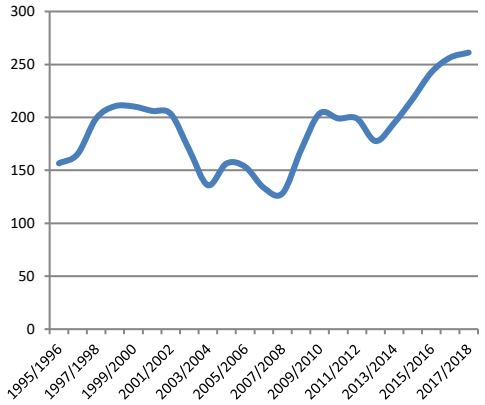
Ceny kukurydzy [USD/100nu]- prognoza 2017-2019



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

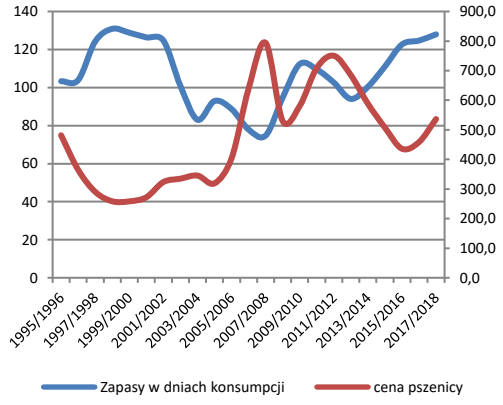
Rekordowe zapasy pszenicy tylko w ujęciu nominalnym

Globalne zapasy pszenicy [mln ton]



Źródło: BDM S.A. USDA (czerwiec 2017)

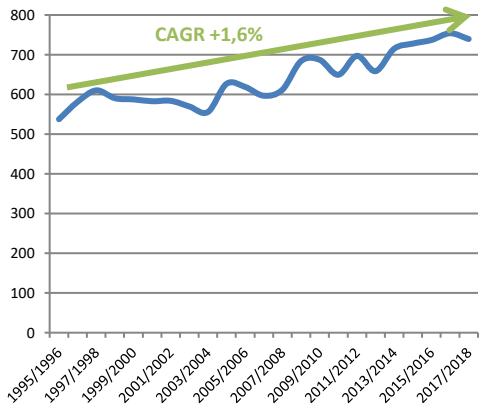
Globalne zapasy pszenicy w dniach konsumpcji [dni]



Źródło: BDM S.A. USDA (czerwiec 2017). LS- zapasy, PS- cena pszenicy [USD/100bu]

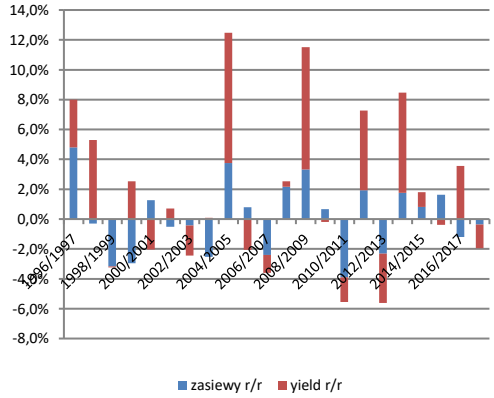
Wzrost produkcji napędza wzrost „yieldów" (urodzaju)

Globalna produkcja pszenicy [mln ton]



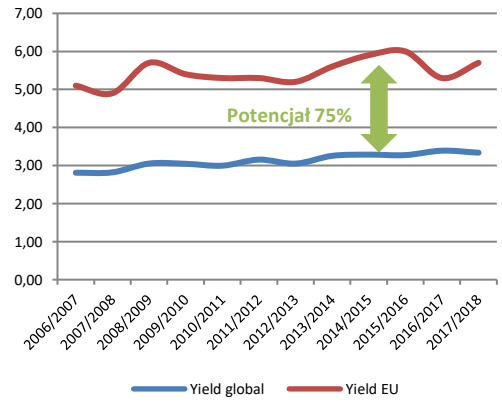
Źródło: BDM S.A. USDA (czerwiec 2017)

Kontrybucja rocznej dynamiki produkcji pszenicy [r/r]



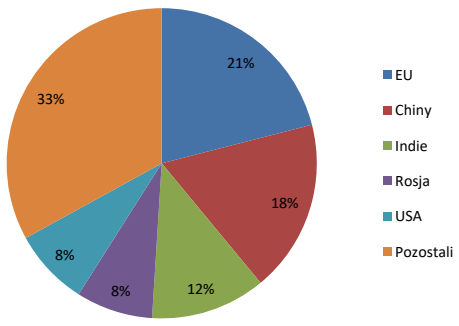
Źródło: BDM S.A. USDA (czerwiec 2017)

Porównanie yieldów (globalnie vs wysoko rozwinięte)



Źródło: BDM S.A. USDA (czerwiec 2017)

Najwięksi na świecie producenci pszenicy (2015/2016)

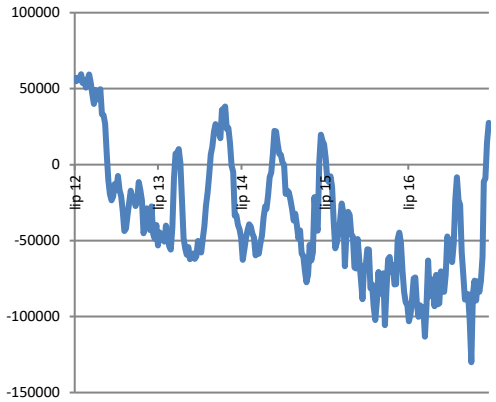


Źródło: BDM S.A. USDA

Rynek pszenicy- czy to zwykły „short squeeze" ?

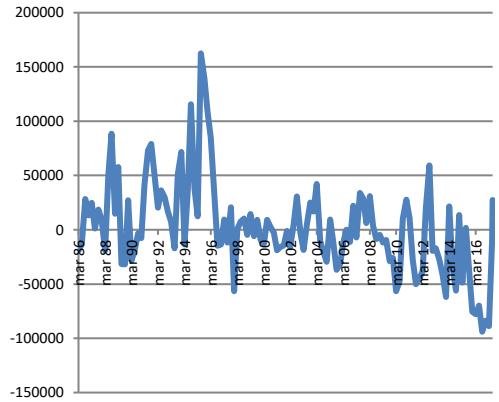
Dynamiczny wzrost cen pszenicy w ostatnich tygodniach zmienił nastawienie inwestorów z „ekstremalnie niedźwiedziego" na bycze (najwięcej długich pozycji netto od 3 lat). W długoterminowym horyzoncie nie są to jeszcze alarmujące poziomy.

Spekulacyjne pozycje netto CFTC- ostatnie lata



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Spekulacyjne pozycje netto CFTC- od 1986…



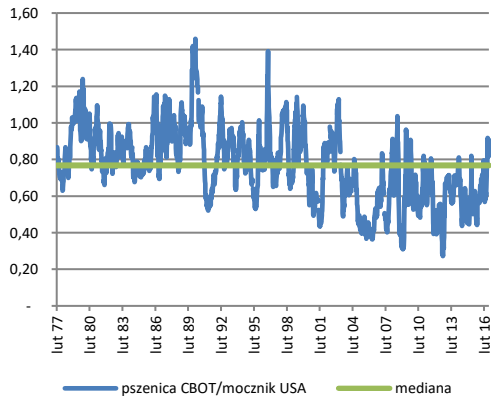
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Rynek zbóż a nawozowy

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

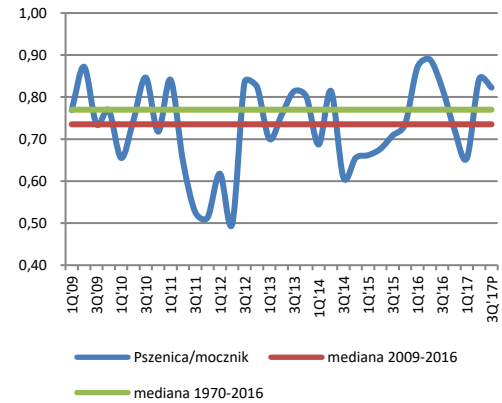
Porównując relację cen zbóż (pszenicy) do kluczowych nawozów obecnie najbardziej przecenione wydają się być nawozy azotowe (mocznik/RSM/saletra), gdzie w perspektywie do końca 2017 roku widzimy największy potencjał odbicia cen (powyżej 20% vs średnia 2Q'17). W przypadku nawozów wieloskładnikowych obecne relacje są bliskie krótkoterminowych/długoterminowych średnich i w tym przypadku oczekujemy niższej dynamiki wzrostu cen (rzędu ok. 11-18%).

Relacja pszenica/mocznik długoterminowa



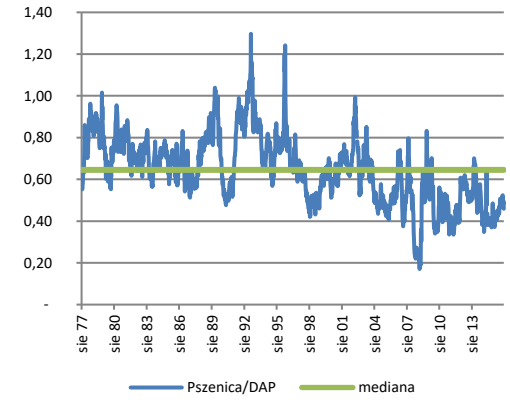
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/mocznik krótkoterminowa



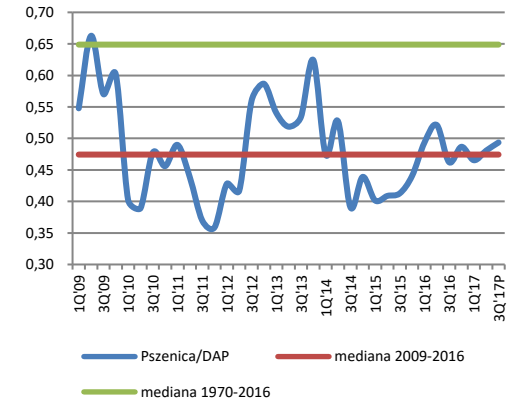
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP długoterminowa



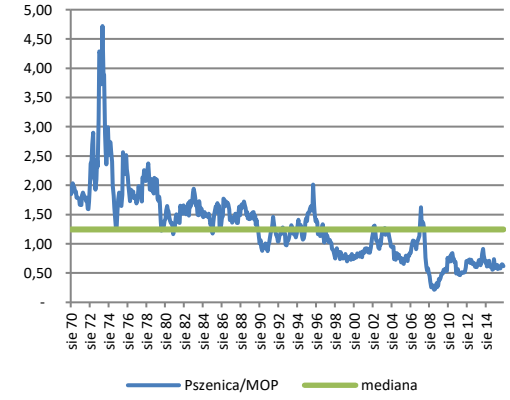
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/DAP krótkoterminowa



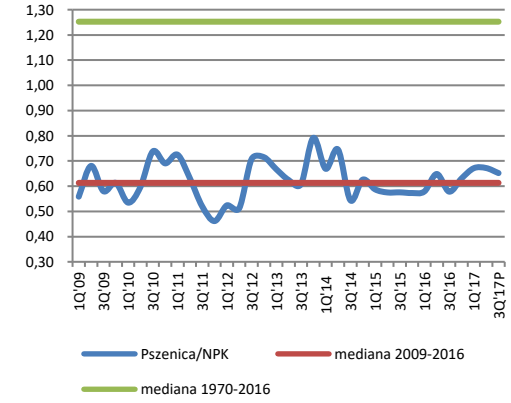
Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

Relacja pszenica/MOP (NPK) długoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

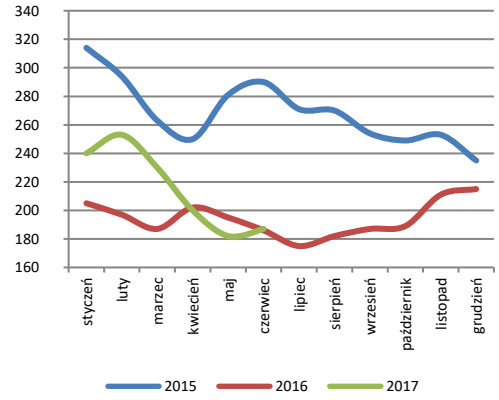
Relacja pszenica/MOP (NPK) krótkoterminowa



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.

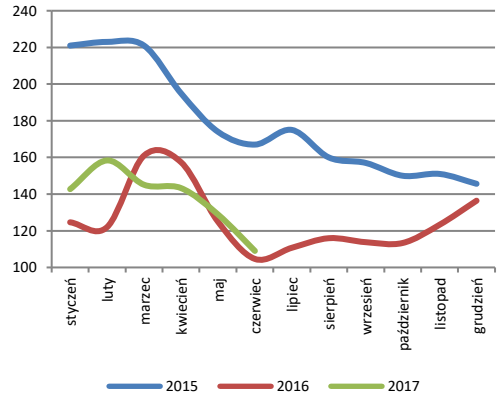
Notowania podstawowych nawozów- saletrzane>azotowe>wieloskładnikowe

Mocznik 2015-2017 [USD/t]



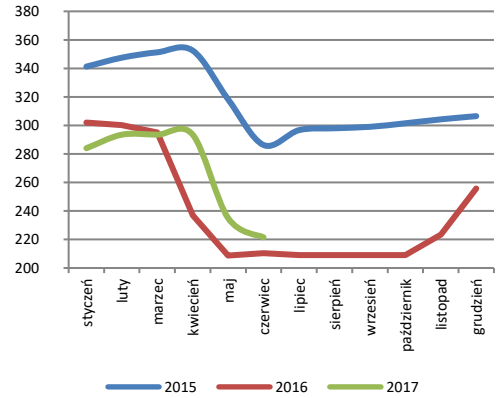
Źródło: BDM S.A. spółka

RSM 2015-2017 [USD/t]



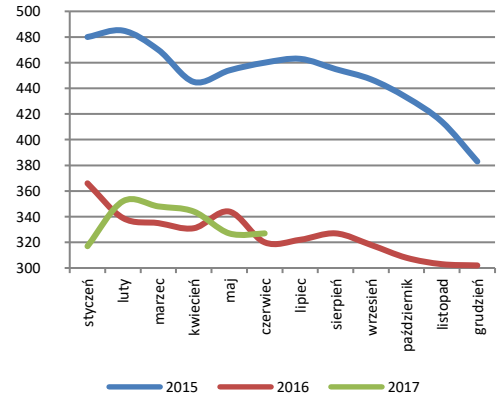
Źródło: BDM S.A. spółka

Saletra amonowa 2015-2017 [EUR/t]



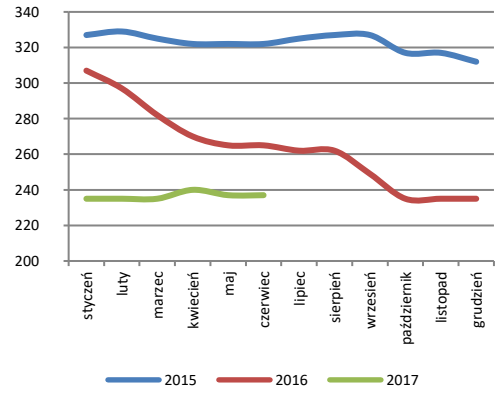
Źródło: BDM S.A. spółka

DAP 2015-2017 [USD/t]



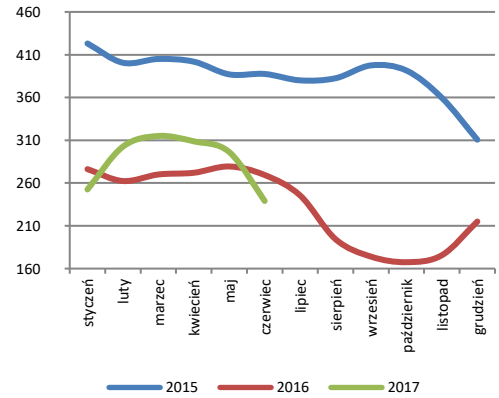
Źródło: BDM S.A. spółka

NPK 2015-2017 [USD/t]



Źródło: BDM S.A. spółka

Amoniak 2015-2017 [USD/t]

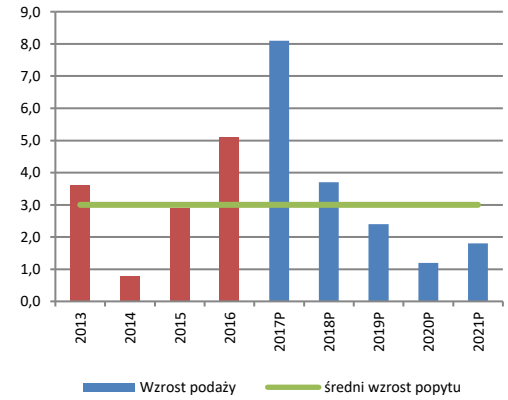


Źródło: BDM S.A. spółka

Oczekiwana nadpodaż nawozów azotowych

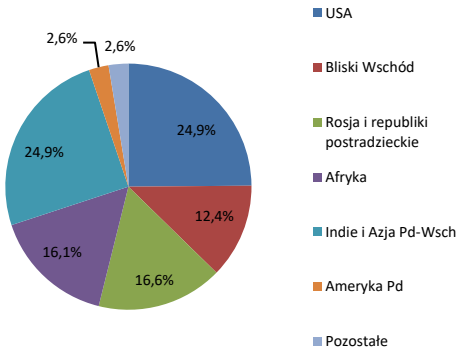
- w latach 2017-2019 ponad 14 mln ton nowych mocy mocznika (bez Chin), z czego ponad 8 mln ton w 2017 roku;
- większość nowej podaży z USA, Indii i krajów azjatyckich (łącznie ok. 50%);
- bilans nie uwzględnia Chin, gdzie w ostatnim czasie instalacje są zamykane (powody środowiskowe);
- Chiny to zdecydowanie największy producent (>70 mln ton) i eksporter (4-14 mln ton) mocznika na świecie;

Oczekiwana nowa podaż mocznika na świecie [mln ton]*



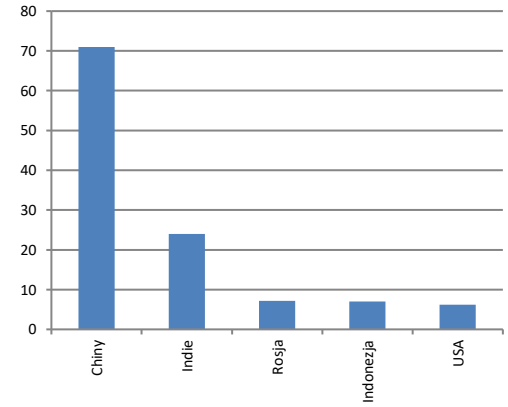
*Źródło: BDM, CRU za Yara maj 2017. *- bez uwzględniania Chin*

Geografia nowych mocy produkcyjnych*



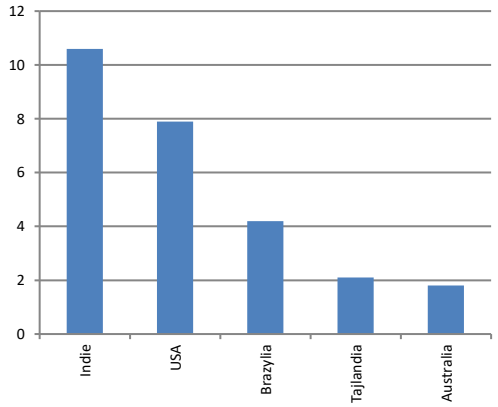
*Źródło: BDM, CRU za Yara maj 2017. *- bez uwzględniania Chin*

Najwięksi producenci mocznika na świecie [mln ton]



Źródło: BDM, IFA za Yara 2015.

Najwięksi importerzy mocznika na świecie [mln ton]



Źródło: BDM, IFA za Yara 2015.

Prognozy wzrostu podaży a rzeczywistość

Zwracamy uwagę, że prognozy nowych mocy produkcyjnych z reguły rewidowane są istotnie w dół (opóźnienia).

Prognozy wzrostu podaży mocznika 2014-2019P i ich weryfikacje [mln ton]*

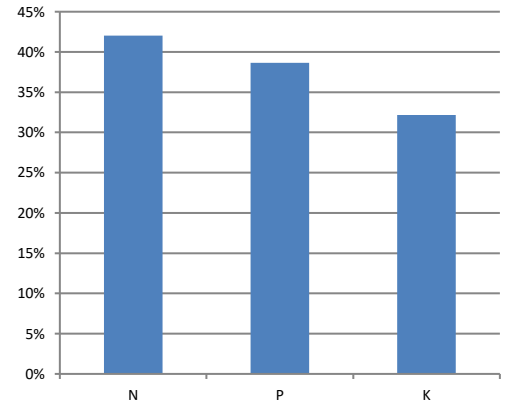
Data prognozy Prognoza na rok	12.2012	12.2013	12.2014	12.2015	12.2016	05.2017	07.2017	faktycznie	różnica na 2 lata	różnica na rok
Progmoza 2014	2,95	2,55						0,80	-72,9%	-68,6%
Prognoza 2015	3,58	6,56	4,37					2,90	-55,8%	-33,6%
Prognoza 2016		4,84	5,34	5,43				5,10	-4,6%	-6,0%
Prognoza 2017		3,13	3,91	4,15	8,00	8,10	8,10			
Prognoza 2018			2,36	2,21	5,30	3,70	3,70			
Prognoza 2019					5,70	2,40	2,40			
Prognoza 2020						1,70	1,20			
Prognoza 2021						2,80	1,80			
cum 2014-2016		13,94	10,51	9,13				8,80	-36,9%	
cum 2017-2019					19,00	14,20	14,20			

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

Chiny, Chiny, Chiny

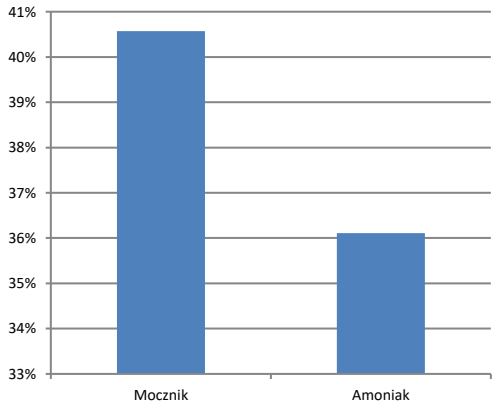
Chiny stanowią >40% globalnej produkcji/konsumpcji mocznika na świecie. Są zdecydowanie największym eksporterem. Ponad 80% produkcji pochodzi z węgla/antracytu wobec „gazowej" produkcji w EU i USA. Kraj odgrywa więc kluczową rolę w kształtowaniu cen nawozów na świecie.

Udział Chin w światowej konsumpcji nawozów



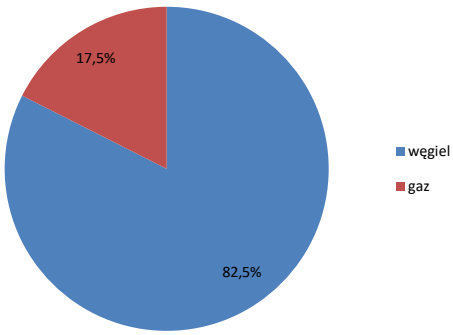
Źródło: BDM, IFA za Yara 2014. W przeliczeniu na składnik. N- nawozy azotowe, P- nawozy fosforowe, K- nawozy potasowe

Udział Chin w światowej produkcji mocznika i amoniaku



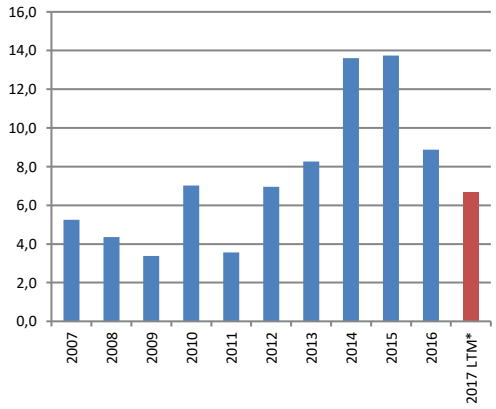
Źródło: BDM, IFA za Yara 2015

Technologia produkcji moznika w Chinach



Źródło: BDM, Yara

Eksport mocznika z Chin [mln ton]



*Źródło: BDM, Bloomberg. *- do maja'17. W okresie styczeń-maj'17 (YTD) eksport spadł o 50% r/r.*

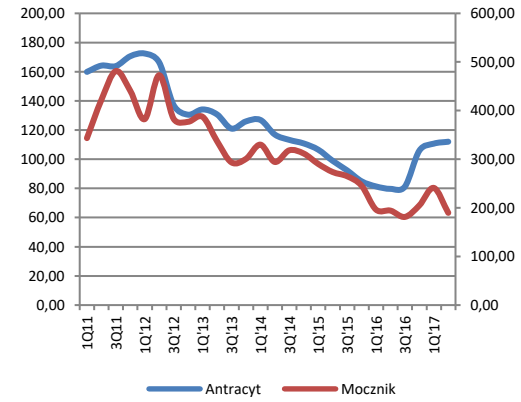
Ceny węgla w Chinach a koszt produkcji mocznika

Od 2016 roku koszty produkcji mocznika w Chinach znajdują się powyżej cen w Europie, co wpłynęło na znaczącą redukcję eksportu.

Rząd chiński w 2015 roku obniżył taryfy na eksport mocznika, a w 2017 roku zniósł je całkowicie.

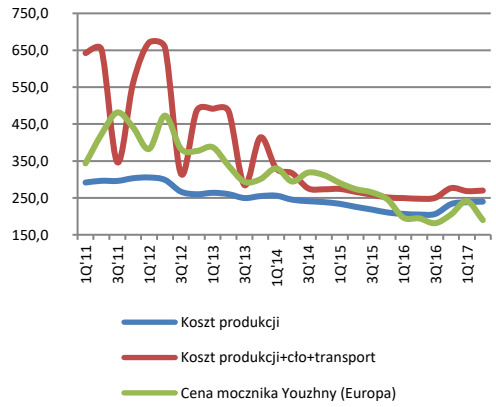
Wg naszych obliczeń obecnie koszty produkcji mocznika (z węgla/antracytu skąd pochodzi > 80% wolumenów) łącznie z transportem (ok. 30 USD/t) i cłem do Europy (0%) to ok. 270 USD/t przy cenie mocznika w Europie <200 USD/t.

Ceny antracytu w Chinach vs mocznika [USD/t]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg. LS- antracyt, PS- mocznik

Koszt produkcji mocznika w Chinach vs cena w Europie***



Źródło: BDM S.A. Bloomberg.- USD/t, **- produkcja oparta na węglu/antracycie (>80% całego wolumenu z Chin)*

Taryfy na eksport mocznika

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Taryfa mocznik	wysoki sezon (01-06, 11-12)	110%	110%	75%	40 RMB/t+15%	80 RMB/t	80 RMB/t	0%
	niski sezon (07-10)	7%	7%	2%	40 RMB/t+15%			

Źródło: BDM S.A.

Gaz z perspektywą niższych cen w 2H'17

Ceny gazu w Europie od 2H'16 wzrosły z poziomu 12 EUR/MWh do 22 EUR/MWh w lutym'17. Wzrost cen wynikał z ciężkiej zimy i wyłączeń innych konwencjonalnych źródeł energii (gł. elektrownii atomowych na zachodzie Europy). Obecnie ceny gazu sa na poziomie ubiegłorocznym czyli ok. 15 EUR/MWh.

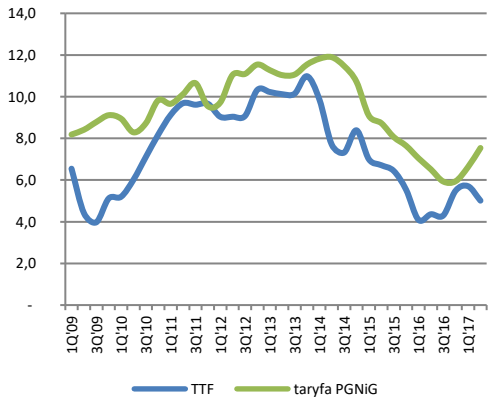
W 1Q'17 średnia cena gazu była wyższa o 44% r/r, a w 2Q'17 o 18% r/r. Obecnie ceny gazu są zbliżone do ubiegłorocznych. W 4Q'17 powinny być nizsze, co pozytywnie wpłynie na rentowność kluczowego segmentu nawozowego.

Ceny gazu TTF 2015-2017 [EUR/MWh]



Źródło: BDM S.A. Bloomberg

TTF vs taryfa PGNiG [USD/MMBTU]



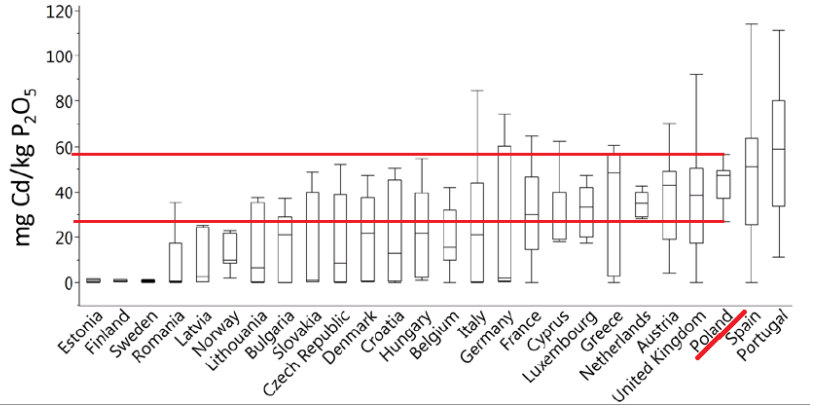
Źródło: BDM S.A. Bloomberg, PGNiG.

Ograniczenie zawartości kadmu w nawozach fosforowych

Pod koniec maja'17 Komisja Środowiska PE przyjęła nowe regulacje odnośnie ograniczenia zawartości kadmu w nawozach fosforowych. Limit tego pierwiastka ma obecnie wynosić 60 mg/kg P2O5 z późniejszym obniżeniem do 40 i 20 mg/kg. Rozporządzenie ma być głosowane w PE we wrześniu'17. Ma wejść w życie w 2018 roku (limit 60 mg/kg P2O5). Zaostrzenie do 40 mg nastąpi po 3 latach, a do 20 mg po 12 latach (2030 rok).

W opracowaniach na zlecenie PE stwierdzono, że limit 60 mg Cd/kg P2O5 wykluczy z rynku 8% nawozów, a 20 mg/kg dotyczyłoby już 56% tych nawozów. Średnia zawartość kadmu w nawozach fosforowych sprzedawanych w Europie to 32 mg/kg P2O5. W Polsce zawartość kadmu (w zależności od surowca) waha się z 30-60 mg/kg P2O5. Problem ze spełnieniem rygorystycznych limitów mógłby się więc pojawić dopiero w 2030 roku.

Zawartość kadmu w nawozach fosforowych w Europie (2014 rok)*



*Źródło: BDM S.A., * „Scientific aspects underlying the regulatory framework in the area of fertilisers – state of play and future reforms"- PE luty 2017*

Zawartość metali ciężkich w nawozach [mg/kg P2O5]

	Kadm	Arsen	Ołów
Rosja (Kola)	0,05-0,09	0,2-0,3	0,6-0,8
Afryka Pd	0,2	6	35
USA	11	12	12
Bliski Wschód	9	6	4
Maroko	30	11	7
Afryka Pn pozostała	60	15	6

Źródło: BDM S.A., KE za Phosagro

Dom Maklerski BDM S.A.

GRUPA AZOTY

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 80,4 PLN

28 LIPIEC 2017, 08:35 CEST

Od ponad 4 lat segment tworzywowy obciążał wyniki grupy generując blisko 190 mln PLN skumulowanej straty EBITDA. Dzięki zdecydowanej poprawie koniunktury biznes ten w samym 1Q'17 wypracował ok. 66 mln PLN EBITDA (najlepiej od 4Q'11). Dodatkowo spółka pochwaliła się rekordowym wynikiem w chemii na poziomie 99 mln PLN EBITDA. W 2Q'17 otoczenie w tworzywach/chemii było jeszcze lepsze, a koszt gazu nie przeszkadzał spółce tak jak na początku roku. Grupa weszła w okres niskiej bazy wynikowej, przez co dynamiki wzrostu EBITDA w kolejnych kwartałach powinny być imponujące. Akcentując niską wycenę rynkową, z ok. 30% dyskontem do Yara, zdecydowaliśmy się podnieść rekomendację dla spółki z redukuj do AKUMULUJ wyznaczając jednocześnie cenę docelową na 80,4 PLN/szt.

Docenamy, że przy ok. 45% r/r wzroście cen gazu w 1Q'17 EBITDA grupy spadła zaledwie o 13% r/r, a kluczowego segmentu nawozowego o 31% r/r. Widoczne były pozytywne efekty dywersyfikacji w postaci mocnego wyniku segmentu tworzywowego, który generował ujemną EBITDA od 2013 roku.

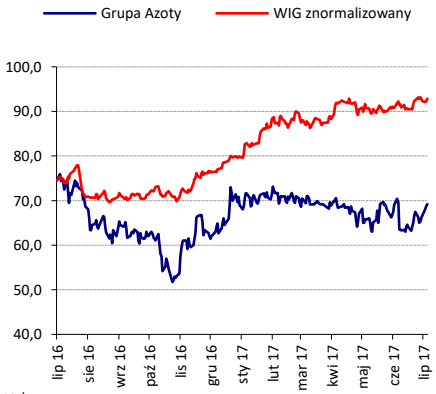
Od 2Q'17 baza wynikowa jest bardzo niska, a koszty gazu znajdowały się już tylko 15% powyżej ubiegłorocznych poziomów (obecnie są porównywalne r/r). Przy utrzymującym się dobrym otoczeniu w segmencie tworzywowym i chemii grupa jest w stanie utrzymać dynamikę wzrostu EBITDA na poziomie 30-60% r/r. Tym samym w całym roku perspektywa 1,3 mld PLN EBITDA wydaje się realna.

Największym ryzykiem dla naszej rekomendacji w krótkim terminie jest potencjalna podaż akcji przez EBOiR. Pod koniec czerwca'17 bank przeprowadził operację przyśpieszonej książki popytu (ABB), sprzedając połowę swojego udziału (2,85%) po 63 PLN/szt. Druga część ma trafić na rynek po 90 dni lock-up (najwcześniej 26.09.2017). Istnieje ryzyko słabości kursu akcji do tego okresu.

Największym ryzykiem dla naszej rekomendacji w długim terminie jest perspektywa znacznego wzrostu nakładów inwestycyjnych. W bazowym scenariuszu nie uwzględniamy realizacji projektów typu zgazowanie węgla w Kędzierzynie (potencjalny nakład 1,7-2 mld PLN) czy węglowej EC90 w Puławach (ok. 1,45 mld PLN). Wskazujemy jednak, że projekty te obciążą cash flow dopiero po 2020 roku. Obecnie spółka skupia się na realizacji projektu PDH w Policach wraz z jednostką polipropylenową (po aktualizacji CAPEX może być w okolicy ok. 3,7 mld PLN). Oczekujemy głównych wydatków z tego tytułu w latach 2018-2021.

Wycena DCF [PLN]	72,0
w tym NPV PDH+PP	*4,4*
Wycena porównawcza [PLN]	88,8
Wycena końcowa [PLN]	**80,4**
Potencjał do wzrostu / spadku	**16,5%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	69,0
Kapitalizacja [mln PLN]	6 844,5
Ilość akcji [mln. szt.]	99,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	63,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-3,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	12,4%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	33,0%
Norica Holding	19,8%
PZU TFI	8,6%
NN OFE	5,6%
Pozostali	33,0%

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	9 898,5	10 007,9	8 955,7	9 298,2	9 774,4	10 137,6
EBITDA [mln PLN]	822,4	1 309,2	1 005,8	1 276,8	1 431,4	1 628,0
EBITDA adj. [mln PLN]	862,4	1 352,7	1 059,8	1 276,8	1 431,4	1 628,0
EBIT [mln PLN]	302,2	824,4	486,1	735,6	823,9	1 000,9
Wynik netto [mln PLN]	231,4	604,6	343,3	546,0	594,7	740,1
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
P/E	29,6	11,3	19,9	12,5	11,5	9,2
EV/EBITDA	8,5	5,4	7,3	5,7	5,1	4,2
EV/EBIT	24,4	8,9	15,9	10,6	9,5	7,4



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 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 72,0 PLN (w tym 4,4 PLN PDH). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 88,8 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 80,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	72,0
w tym NPV PDH		*4,4*
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	88,8
Wycena spółki [PLN]	**80,4**	

Źródło: BDM S.A.

Podnosimy rekomendację dla spółki z redukuj do KUPUJ wskazując na:

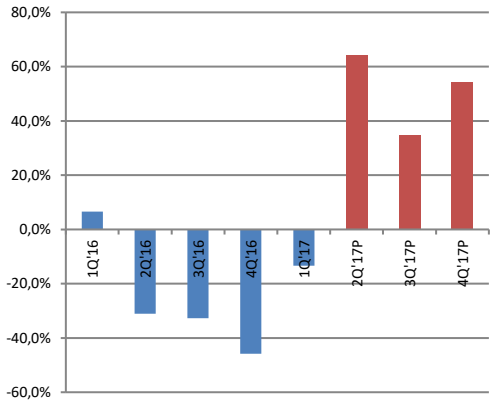
- oczekiwane bardzo dobre wyniki 2Q'17;
- prawdopodobne podniesienie konsensusu na 2017 rok w rejony 1,3 mld PLN EBITDA (z 1,2 mld PLN obecnie, +8%);
- najlepsze od 5 lat marże w segmencie tworzywowym podnoszące wartość projektu poliamidowego w Tarnowie (rozpoczęcie produkcji w 3Q'17);
- niską wycenę rynkową, zok. 30% dyskontem do największego konkurenta (Yara);
- przesunięcie realizacji dużych projektów inwestycyjnych (EC90 w Puławach czy zgazowanie węgla w Kędzierzynie obciążą bilans prawdopodobnie dopiero po 2020 roku);

Docenamy, że przy ok. 45% r/r wzroście cen gazu w 1Q'17 EBITDA grupy spadła zaledwie o 13% r/r, a kluczowego segmentu nawozowego o 31% r/r. Widoczne były pozytywne efekty dywersyfikacji w postaci mocnego wyniku segmentu tworzywowego, który generował ujemną EBITDA od 2013 roku (skumulowana strata 190 mln PLN EBITDA vs +66 mln PLN w samym 1Q'17).

Od 2Q'17 baza wynikowa jest bardzo niska, a koszty gazu znajdowały się już tylko 15% powyżej ubiegłorocznych poziomów (obecnie są porównywalne r/r). Przy utrzymującym się dobrym otoczeniu w segmencie tworzywowym i chemii grupa jest w stanie utrzymać dynamikę wzrostu EBITDA na poziomie 30-60% r/r. Tym samym w całym roku perspektywa 1,3 mld PLN EBITDA wydaje się realna.

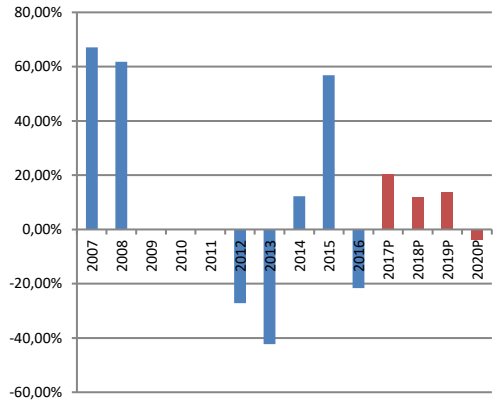
Dnia 28.06.2017 jeden z głównych akcjonariuszy spółki (EBOiR) przeprowadził operację przyśpieszonej książki popytu (ABB), sprzedając połowę swojego udziału (2,85%) po 63 PLN/szt (zamknięcie sprzed transakcji to 69,5 PLN/akcję). Druga część ma trafić na rynek po 90 dniach lock-up (najwcześniej 26.09.2017). Istnieje ryzyko słabości kursu akcji do tego okresu.

Dynamika oczyszczonej EBITDA 1Q'16-4Q'17P [r/r]



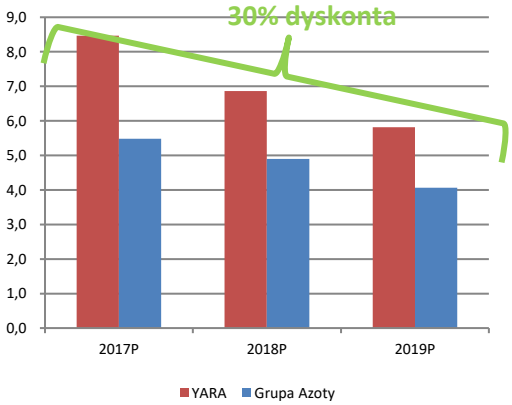
Źródło: BDM S.A., spółka

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



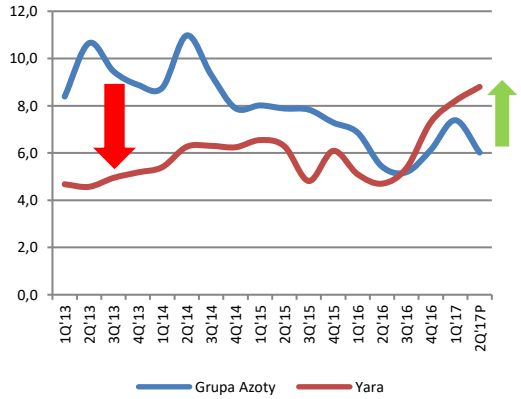
Źródło: BDM S.A., spółka. Do 2014 EBITDA pro forma.

Prognozowana EV/EBITDA Grupa Azoty vs Yara



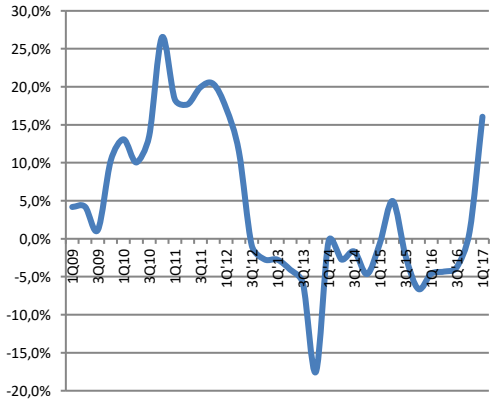
Źródło: BDM S.A., spółki.

Historyczna* EV/EBITDA Grupa Azoty vs Yara



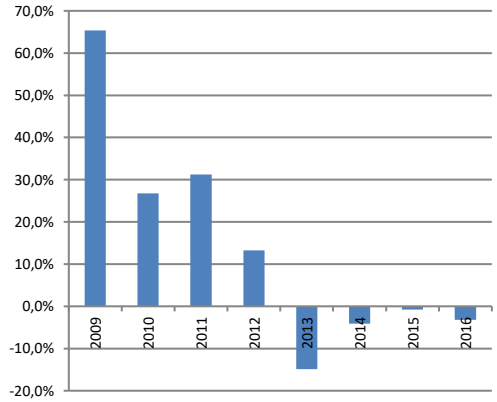
*Źródło: BDM S.A., spółki. *- kurs akcji EoP*

Marża EBITDA segmentu tworzywowego 2009-2017



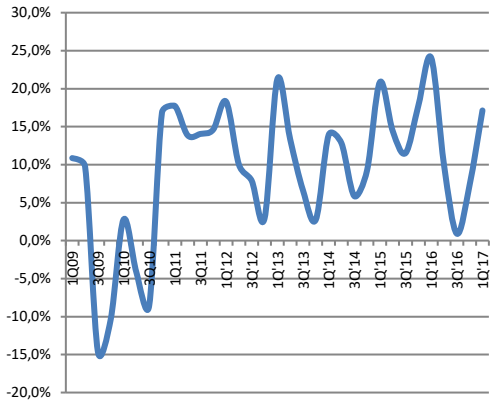
Źródło: BDM S.A., spółka

Udział segmentu tworzywowego w EBITDA 2009-2017



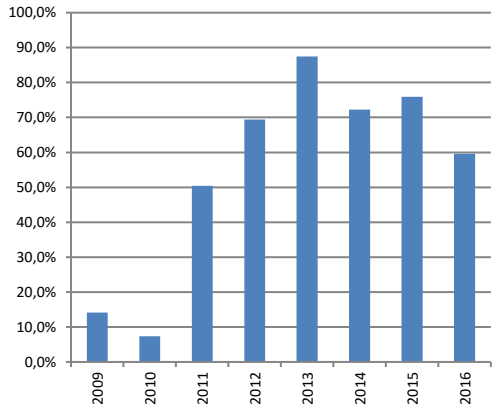
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA segmentu nawozowego 2009-2017



Źródło: BDM S.A., spółka

Udział segmentu nawozowego w EBITDA 2009-2017



Źródło: BDM S.A., spółka

Największym ryzykiem w krótkim terminie jest potencjalna podaż akcji ze strony EBOiR (II część transakcji z 28 czerwwca po 90-dniowym lock-up najwcześniej 26.09.2017). W I części transakcji dyskonto do kursu zamknięcia z poprzedniego dnia wyniosło 9,4% przy medianie transakcji ABB w okolicach 5,7%. Do momentu dokończenia transakcji kurs akcji Grupy Azoty może być relatywnie słabszy.

Transakcje ABB 2015-2017

	Data	Wartość [mln PLN]	Cena	Dyskonto	Stopa zwrotu +1m	Stopa zwrotu +6m
Alior Bank (EBOiR 3%)	2015-01-08	167	79,5		5,5%	6,7%
PKP Cargo (EBOiR 5,1%)	2015-02-11	200	89,0		-0,4%	-17,2%
PCM (Abris 60%)	2015-04-17	318	42,0	-5,7%	2,2%	-6,3%
Millenium (BCP 15,4%)	2015-03-25	1 240	6,7	-9,8%	1,1%	-20,4%
PEP (Kulczyk 15,4%)	2015-05-19	189	27,0	-17,9%	-25,5%	-13,3%
Livechat (Tar Heel Capital 7,8%)	2015-05-20	62	30,0	-7,7%	-7,8%	21,3%
CCC (Miłek 7,8%)	2015-06-02	510	170,0	-8,6%	5,0%	-15,0%
PZU	2015-12-02	178	37,8	-2,0%	-12,5%	-10,1%
WP.PL (Innova Capital 27,18%)	2016-12-01	390	50,0		6,7%	4,3%
Skarbiec TFI (SHL 30,78%)	2016-12-06	57	27,0		-1,7%	5,5%
Cyfrowy Polsat (EBOR 2,5%)	2017-01-18	382	24,2	-5,7%	-2,9%	6,0%
Selvita (właściciele 4,73%)	2017-04-26	39	55,0		2,0%	
PBKM (Enterprise 38,1%)	2017-06-04	96	53,5		-4,2%	
Famur (TDJ, 20%)	2017-06-06	513	5,5		-4,0%	
Archicom (DKR Investment 13%)	2017-06-08	48	16,0		-6,8%	
Rainbow Tours (właściciele, akcje własne)	2017-06-28	30	41,0	5,1%		
Elemental Holding (Enterprise 9,2%)	2017-07-06	50	3,2	-4,2%		
Comp (Papaj, 3,37%)	2017-07-11	12	58,5	-5,6%		
Grupa Azoty (EBOR 2,85%)*	2017-06-28	180	63,0	-9,4%		
MEDIANA				**-5,7%**	**-1,7%**	**-6,3%**

Źródło: BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko dalszego spadku cen nawozów**

  Z obecnych poziomów nie spodziewamy się dalszego spadku cen nawozów. Oczekujemy ich systematycznego odbicia od 3Q'17 zwracając uwagę na silniejszy rynek płodów rolnych. Przy oczekiwanej globalnej nadpodaży, głównie nawozów azotowych, założenia te mogą okazać się jednak zbyt optymistyczne.

- **Realizacja dużego programu inwestycyjnego**

  W bazowym scenariuszu nie uwzględniamy realizacji projektów typu zgazowanie węgla (potencjalny nakład 1,7-2 mld PLN) w Kędzierzynie czy węglowej EC90 w Puławach (ok. 1,45 mld PLN). Wskazujemy jednak, że projekty te obciążą cash flow dopiero po 2020 roku.

  Obecnie spółka skupia się na realizacji projektu PDH wraz z jednostka polipropylenową (po aktualizacji CAPEX może być w okolicy ok. 3,7 mld PLN). Oczekujemy głównych wydatków z tego tytułu w latach 2018-2021.

- **Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego**

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

- **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. Pierwsze moce weszły na rynek w 2016 roku. Do 2019 roku będzie to nawet do 5 mln ton mocznika.

- **Ryzyko dostaw głównych surowców**

  Dostawy fosforytów dla spółki realizowane są z regionów niestabilnych politycznie jak Afryka Północna czy Bliski Wschód (Syria). Sól potasowa dostarczana jest z Białorusi. W razie napięć politycznych istnieje ryzyko wstrzymania dostaw. Historycznie zdarzały się również czasowe ograniczenia dostaw gazu przez PGNiG (uzależnione od Rosji).

- **Ryzyko podaży akcji przez Acron i EBOiR**

  Norica Holding, spółka zależna rosyjskiego Acron, posiada blisko 20% akcji (wezwanie i zakupy z rynku średnio po 55 PLN/szt.). Zmiany w statucie Grupy Azoty ograniczające liczbę głosów nowych udziałowców (do 20%, jeśli MSP ma powyżej 20%) zmarginalizowały pozycję Acron. W rezultacie spółka może sprzedać posiadany pakiet akcji.

  W lutym'17 EBOiR poinformował o możliwej sprzedaży pakietu akcji Grupy Azoty (5,7 mln szt., 5,7%) kupionego po 52 PLN/akcje w kwietniu'13 od MSP. Pod koniec czerwca'17 bank sprzedał połowę pakietu (2,85 mln szt.) po 63 PLN/szt. Druga połowa pakietu ma być sprzedana po 90-dniowym lock up.

- **Ryzyko głównego akcjonariusza**

  Głównym akcjonariuszem spółki jest Skarb Państwa (33%), a spółka została uznana za strategiczny podmiot gospodarki (największy odbiorca gazu z PGNiG). W rezultacie istnieje ryzyko inwestycji niekoniecznie budujących wartość grupy z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych.

- **Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia**

  Średnie zatrudnienie w spółce w 2016 roku wynosiło prawie 14 tys. ludzi, a koszty wynagrodzeń sięgają 15% ogółu kosztów. W przypadku europejskiego lidera Yara zatrudnienie jest niższe przy blisko 5-krotnie większej skali działania. Załoga jest silnie 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 , 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 34-39):

- **Wolumeny sprzedaży**

  W Tarnowie wykorzystanie mocy produkcyjnych na głównych ciągach nawozowych w 2016 roku było w okolicach 80% (znacząco niedociążona linia do produkcji siarczanu amonu). Oczekujemy tam stopniowego dojścia do 100%. W przypadku kaprolaktamu/poliamidu wykorzystanie mocy w minionych latach sięgało 100%. Wzrost nastąpi dopiero po oddaniu nowej inwestycji w poliamid 6 (3Q'17). Przy obecnym rynku spółka jest w stanie dociążyć nową linię w 2 lata.

  W ZAK obłożenie mocy produkcyjnych w 2016 roku sięgało 100% w przypadku nawozów. Podobnie sytuacja wyglądała w OXO.

  W Puławach obciążenie podstawowych ciągów nawozowych jest bliskie bądź chwilowo przekracza nominalne zdolności. Spółka ma jedynie problemy ze sprzedażą kaprolaktamu (w oklolicach 80% zdolności), ale znikną one po uruchomieniu inwestycji poliamid 6 w Tarnowie (3Q'17). Wąskie gardła całego procesu produkcyjnego to instalacja saletry amonowej i amoniaku.

  W Policach dociążenie linii nawozowych to ok. 85%. Spółka ma rezerwy w przypadku produkcji DAP (zakładamy stopniowe dojście do 100%). Linie amoniaku wykorzystują 80-90% nominalnych zdolności, bieli 100%.

- **Ceny produktów/surowców**

  Zaktualizowaliśmy ceny podsawowych produktów i surowców. W przypadku nawozów oczekujemy powrotu ich cen do historycznych relacji z notowaniami pszenicy, co oznacza perspektywę wzrostu 10-20% do końca 2017 roku. Ceny surowców (gazu, ropy naftowej) opieramy o bieżącą krzywą terminową.

- **CAPEX**

  Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny zgodnie z informacjami podawanymi w raportach okresowych spółki. W samym 2017 roku CAPEX powinien sięgnąć ok. 1,1-1,2 mld PLN (zarząd planuje 1,3 mld PLN). Aktualizacja CAPEX znajduje się w osobnym rozdziale.

- **ETS III**

  Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA (bez zmian), co będzie generować koszty rzędu 70-90 mln PLN. Od 2021 roku nie zakładamy nowego mechanizmu (brak szczegółów).

- **Dywidenda**

  WZA z 30.06.2017 podjęło uchwałę o wypłacie 78,4 mln PLN dywidendy (0,79 PLN/akcję, DY 1,2%), czyli ok. 35% jednostkowego zysku netto. Zaktualizowana strategia zakłada wypłatę do 60% jednostkowego zysku netto w postaci dywidendy. Przy takim poziomie wypłaty oznacza to DY na poziomie 2-4% w najbliższych latach.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2017-2026 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 27 lipca 2017.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 7,1 mld PLN (w tym 0,4 mld PLN PDH). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 72,0 PLN (w tym 4,4 PLN PDH).

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 955,7	9 298,2	9 774,4	10 137,6	10 092,6	10 082,9	10 155,2	10 174,9	10 186,2	10 186,2	10 186,2
EBIT [mln PLN]	540,1	735,6	823,9	1000,9	920,8	1049,6	1035,0	996,8	976,7	964,0	950,8
Stopa podatkowa	24%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	127,5	147,1	156,5	190,2	174,9	199,4	196,6	189,4	185,6	183,2	180,6
NOPLAT [mln PLN]	412,5	588,5	667,3	810,7	745,8	850,2	838,3	807,4	791,1	780,9	770,1
Amortyzacja [mln PLN]	519,7	588,8	638,9	659,1	674,2	680,1	681,3	682,4	683,4	684,3	685,1
CAPEX [mln PLN]	-1 241,2	-1 155,7	-1 114,9	-856,8	-851,8	-700,6	-697,1	-697,1	-697,2	-697,2	-697,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	188,3	-62,2	-33,4	-21,9	3,8	1,5	-4,6	-1,2	-0,7	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-120,7	-40,6	157,9	591,1	572,0	831,2	818,1	791,5	776,6	768,0	758,0
DFCF [mln PLN]		-39,2	140,4	484,1	431,0	575,4	519,9	461,5	415,5	377,0	341,4
Suma DFCF [mln PLN]		3 707,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		8 422,6		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*0,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		3 793,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		7 500,5									
Dług netto* [mln PLN]		273,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]		522,2									
Wartość kapitału [mln PLN]		**6 705,2**									
Ilość akcji [mln szt.]		99,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		**67,6**									
Przychody zmiana r/r		3,8%	5,1%	3,7%	-0,4%	-0,1%	0,7%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r		36,2%	12,0%	21,5%	-8,0%	14,0%	-1,4%	-3,7%	-2,0%	-1,3%	-1,4%
FCF zmiana r/r		-	-	274,4%	-3,2%	45,3%	-1,6%	-3,3%	-1,9%	-1,1%	-1,3%
Marża EBITDA		14,2%	15,0%	16,4%	15,8%	17,2%	16,9%	16,5%	16,3%	16,2%	16,1%
Marża EBIT		7,9%	8,4%	9,9%	9,1%	10,4%	10,2%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%
Marża NOPLAT		6,3%	6,8%	8,0%	7,4%	8,4%	8,3%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%
CAPEX / Przychody		12,4%	11,4%	8,5%	8,4%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja		196,3%	174,5%	130,0%	126,3%	103,0%	102,3%	102,2%	102,0%	101,9%	101,8%
Zmiana KO / Przychody		0,7%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		18,2%	7,0%	6,0%	8,5%	15,9%	6,3%	6,3%	6,3%	-	-

*Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2016 pomniejszony o pozostałe aktywa finansowe (lokaty bankowe).*
***- bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena).*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	87,2%	89,4%	91,5%	93,3%	96,2%	98,8%	99,3%	99,6%	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	12,8%	10,6%	8,5%	6,7%	3,8%	1,2%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%
WACC	8,4%	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								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	68,3	72,5	77,7	84,2	92,8	104,6	121,5	148,2	196,1
	0,8	64,2	67,9	72,4	78,0	85,2	94,8	108,3	128,5	162,2
	0,9	60,5	63,8	67,7	72,5	78,6	86,6	97,5	113,2	137,9
	1,0	57,2	60,0	63,4	67,6	72,8	79,5	88,4	100,9	119,7
	1,1	54,1	56,6	59,6	63,2	67,7	73,4	80,8	90,9	105,5
	1,2	51,2	53,5	56,1	59,3	63,2	68,0	74,2	82,5	94,1
	1,3	48,6	50,6	53,0	55,7	59,1	63,3	68,5	75,4	84,8

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	72,7	77,5	83,6	91,4	101,7	116,3	138,0	174,4	247,0
	4,0%	64,2	67,9	72,4	78,0	85,2	94,8	108,3	128,5	162,2
	5,0%	57,2	60,0	63,4	67,6	72,8	79,5	88,4	100,9	119,7
	6,0%	51,2	53,5	56,1	59,3	63,2	68,0	74,2	82,5	94,1
	7,0%	46,2	48,0	50,0	52,5	55,4	59,0	63,5	69,3	77,0
	8,0%	41,8	43,3	44,9	46,9	49,1	51,9	55,2	59,4	64,8
	9,0%	38,0	39,2	40,5	42,1	43,9	46,0	48,6	51,7	55,6

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	107,2	101,4	96,2	91,4	87,0	82,9	79,2	75,7	72,5
	4,0%	94,5	88,4	82,9	78,0	73,5	69,5	65,8	62,4	59,3
	5,0%	84,2	78,0	72,5	67,6	63,2	59,3	55,7	52,5	49,6
	6,0%	75,7	69,5	64,1	59,3	55,1	51,3	47,9	44,9	42,1
	7,0%	68,5	62,4	57,1	52,5	48,4	44,9	41,6	38,8	36,2
	8,0%	62,4	56,4	51,3	46,9	43,0	39,6	36,5	33,8	31,4
	9,0%	57,1	51,3	46,3	42,1	38,4	35,1	32,3	29,7	27,4

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 26 lipca 2017 roku.

Porównując wyniki Grupy Azoty ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 8,8 mld PLN, co odpowiada 88,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 69,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Grupa Azoty jest handlowana z dyskontem względem P/E i EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
YARA	18,9	13,9	11,2	8,5	6,9	5,8	16,8	12,1	9,5
ACRON	6,8	6,9	7,0	6,0	5,9	5,5	7,1	7,1	6,7
PHOSAGRO	8,8	8,1	7,5	6,4	5,8	5,3	7,7	7,1	6,6
URALKALI	-	9,7	-	8,5	8,6	-	11,0	10,5	0,0
POTASH CORP	28,6	25,7	20,7	12,9	11,4	10,1	24,0	20,0	15,3
MOSAIC	27,0	17,8	14,6	10,7	8,5	7,8	25,1	16,1	13,5
AGRIUM	19,9	16,7	15,2	10,2	9,1	8,4	15,0	12,9	11,9
CF INDUSTRIES	-	74,1	44,7	10,6	7,9	7,4	92,3	26,2	17,0
POLICE	11,5	10,9	9,5	6,8	6,4	5,7	10,7	10,2	8,6
PUŁAWY	11,7	11,5	11,1	5,3	5,0	4,8	8,3	8,1	7,8
MEDIANA	11,6	12,7	11,1	8,5	7,4	5,8	13,0	11,3	9,1
ZA Tarnów	12,5	11,5	9,2	5,7	5,1	4,2	10,6	9,5	7,4
Premia/dyskonto do spółki	8,3%	-9,1%	-16,8%	-33,3%	-31,8%	-26,8%	-18,4%	-16,1%	-18,0%
Wycena wg wskaźnika	63,7	75,9	83,0	105,4	103,0	94,3	92,6	89,9	91,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**74,2**			**100,9**			**91,3**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**88,8**								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 26.07.2017

WYNIKI 1Q'17

Wyniki 1Q'17 okazały się lepsze od naszych oczekiwań jak i konsensusu o 5-6% na poziomie EBITDA. Był to wynik zaledwie 13% słabszy r/r przy ok. 45% r/r wzroście kosztów gazu, co warto podkreślić. Segment nawozowy, w sezonowo najmocniejszym kwartalew roku, zanotował spadek EBITDA o 31% do 261 mln PLN. Zrealizowana marża na poziomie 17,1% była najsłabsza w tym kwartale od 3 lat, kiedy wyniosła 13,9%. Bardzo dobry wynik wypracował segment tworzyw (kaprolaktam i poliamid) generując 66 mln PLN EBITDA (marża 16,1%) wobec 13 mln PLN straty rok temu. Był to najlepszy wynik od ponad 5 lat (od 4Q'11- marża 20,1%). Rekordowy w historii okazał się wynik w segmencie chemicznym (EBITDA 99 mln PLN vs 87 mln PLN przed rokiem) dzięki w szczególności produktom takim jak melamina i biel tytanowa.

W podzielę na spółki największe pozytywne zaskoczenie dotyczy ZAK (EBITDA 81 mln PLN, +15% oczek.). Lepszy wynik zrealizował Tarnów (EBITDA 84 mln PLN- najlepiej od 1Q'12). Wynik Puław (EBITDA 204 mln PLN) i Polic (EBITDA 84 mln PLN) był zgodny z naszymi oczekiwaniami.

Operacyjny cash flow (CFO) wyniósł 56 mln PLN wobec 367 mln PLN rok temu. Oprócz niższego zysku była to konsekwencja negatywnych zmian w kapitale obrotowym, głównie znacznego wzrostu stanu należności (-183 mln PLN) w konsekwencji istotnego wzrostu cen tworzyw (przychody +48% r/r) i produktów chemicznych (przychody +21% r/r). CAPEX wyniósł 252 mln PLN vs 289 mln PLN przed rokiem. Na 2017 rok zarząd zapowiedział 1,3 mld PLN vs 1,24 mld PLN rok temu, co wydaje się kwotą bardzo ambitną. W rezultacie dług netto (po korekcie o lokaty bankowe w Puławach) wzrósł z 281 mln PLN po 4Q'16 do 465 mln PLN (0,47x EBITDA 12m).

Wybrane dane finansowe 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	różnica	1Q'17P konsens.	różnica
Przychody	2 475,6	2 687,2	8,5%	2 516,3	6,8%	2529,2	6,2%
Wynik brutto na sprzedaży	730,8	676,5	-7,4%	675,7	0,1%		
EBITDA	516,7	447,7	-13,4%	428,1	4,6%	422,2	6,0%
EBIT	389,2	313,7	-19,4%	293,4	6,9%	290,7	7,9%
Zysk brutto	380,4	318,2	-16,4%	302,9	5,0%		
Zysk netto	272,4	225,7	-17,1%	220,9	2,2%	217,6	3,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	25,2%		26,9%			
Marża EBITDA	20,9%	16,7%		17,0%		16,7%	
Marża EBIT	15,7%	11,7%		11,7%		11,5%	
Marża zysku netto	11,0%	8,4%		8,8%		8,6%	
P/E 12m		23,1					
EV/EBITDA adj. 12m		7,4					

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Od 2Q'17 wchodzimy w okres niskiej bazy wynikowej, a cena gazu (+15% r/r) nie będzie już tak przeszkadzać jak w 1Q'17 (+45%), kiedy EBITDA podstawowego segmentu nawozowego spadła o 31% r/r. Wówczas część wyniku udało się odrobić w tworzywach i chemii, przez co skonsolidowana EBITDA spadła zaledwie o 13% r/r. W 2Q'17 liczymy że będzie podobnie, z tym że przy niskiej bazie wynikowej segment nawozowy jest w stanie poprawić wyniki, a otoczenie w tworzywach i chemii było jeszcze lepsze niż w 1Q'17, co zapowiada dobry wynik grupy.

W 2Q'17 oczekujemy, że każda większa spółka z grupy (oprócz Siarkopolu) poprawi ubiegłoroczne wyniki. Największej dynamiki upatrujemy w zakładach w Tarnowie korzystających z bardzo wysokich marż w obszarze tworzyw. Teoretyczne marże na produkcji kaprolaktamu poprawiły się o ponad 50% r/r i 30% q/q. W 1Q'17 jednostka dominująca miała ponad 80 mln PLN EBITDA. W 2Q'17 ostrożnie zakładamy ok. 60 mln PLN (7 mln PLN straty rok wcześniej), ale mamy świadomość że może być lepiej.

Relatywnie słabszych wyników spodziewamy się w ZAK, gdzie mimo tańszego propylenu otoczenie biznesowe w OXO nie było tak sprzyjające jak w pozostałych obszarach chemicznych grupy. Oczekujemy tam ok. 10% r/r wzrostu EBITDA (ok. 55 mln PLN).

Dzięki bieli tytanowej bardzo dobry wynik wypracują Police. Już w 1Q'17 spółka miała w tym biznesie ok. 20 mln PLN EBITDA vs 2,4 mln PLN przed rokiem. W 2Q'17 ceny podstawowego surowca do farb ze względu na braki podażowe jeszcze wzrosły, więc w zasięgu może być ok. 30 mln PLN EBITDA. W segmencie nawozowym spółki otoczenie było słabsze niż w azotowych/saletrzanych. Dobry wynik spółka będzie zawdzięczać amoniakowi.

Puławy korzystały z dobrego otoczenia w tworzywach (kaprolaktam) i chemii (melamina, mocznik techniczny). W nawozach sytuacja w saletrzanych nie była zła. Liczymy na wzrost skonsolidowanej EBITDA grupy o ponad 20% r/r.

Reasumując, niska baza wynikowa i kontynuacja rewelacyjnego otoczenia w tworzywach powinna skutkować bardzo dobrym wynikiem grupy jak na sezonowo nienajlepszy 2Q. W 2H'17 marże w tworzywach są raczej nie do utrzymania natomiast bardzo niska baza w nawozach (dołek wyników w 3Q'16) w połączeniu z niższą ceną gazu r/r dają szansę na wynik w okolicach 1,3 mld PLN czyli taki jak w rekordowym 2015 roku.

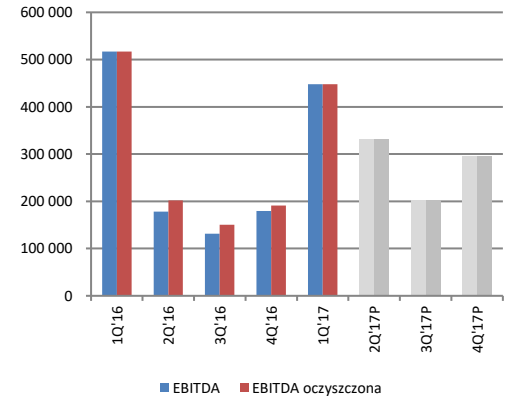
Prognozy wyników na 2Q'2017 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17P	zmiana r/r	1H'16	1H'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	2 158,2	2 190,1	1,5%	4 633,8	4 877,3	5,3%	8 955,7	9 298,2	3,8%	9 774,4	5,1%
Wynik brutto na sprzedaży	444,5	587,5	32,2%	1 175,3	1 264,0	7,5%	1 957,8	2 253,4	15,1%	2 496,3	10,8%
EBITDA	177,9	331,7	86,5%	694,5	779,3	12,2%	1 005,8	1 276,8	26,9%	1 431,4	12,1%
EBITDA adj.	201,9	331,7	64,3%	718,5	779,3	8,5%	1 059,8	1 276,8	20,5%	1 431,4	12,1%
EBIT	48,7	195,9	302,5%	437,9	509,6	16,4%	486,1	735,6	51,3%	823,9	12,0%
Zysk brutto	62,6	205,2	228,1%	443,0	523,4	18,2%	491,1	767,4	56,3%	809,1	5,4%
Zysk netto	44,4	145,9	228,9%	316,7	371,6	17,3%	343,3	546,0	59,0%	594,7	8,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,6%	26,8%		25,4%	25,9%		21,9%	24,2%		25,5%	
Marża EBITDA adj.	9,4%	15,1%		15,5%	16,0%		11,8%	13,7%		14,6%	
Marża EBIT	2,3%	8,9%		9,5%	10,4%		5,4%	7,9%		8,4%	
Marża zysku netto	2,1%	6,7%		6,8%	7,6%		3,8%	5,9%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

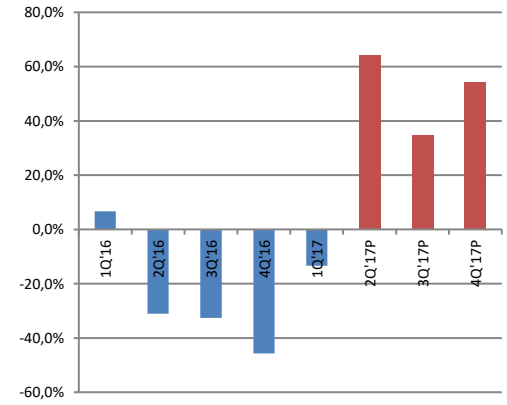
W kolejnych kwartałach oczekujemy przełamania negatywnego trendu w wynikach spółki. W okresie 2-4Q'17 spodziewamy się dynamiki oczyszczonej EBITDA na poziomie 30-60% r/r, co w całym roku pozwoli na wypracowanie blisko 1,3 mld PLN EBITDA wobec 1,06 mld PLN w 2016 roku. Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska. Wynikom nie będzie przeszkadzał wysoki koszt gazu ziemnego, tak jak szczególnie w 1Q'17 (+45% r/r). Spodziewamy się również systematycznego wzrostu cenników nawozowych od 3Q'17, a także utrzymania dobrej, choć nie takiej jak w rekordowym 1H'17, koniunktury w segmencie tworzyw (kaprolaktam /poliamid) i chemii (gł. melamina/biel tytanowa).

EBITDA i EBITDA oczyszczona 2-4Q'17P [tys. PLN]



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

Dynamika oczyszczonej EBITDA 2-4Q'17P [r/r]



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

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 3Q'17.

W Puławach spółka obecnie rozpoczyna realizacje dwóch kluczowych instalacji NKW (2021+modernizacja pozostałych linii do 2023 roku) i granulacji mechanicznej (koniec 2020 rok). Inwestycja w gazową EC400 została zaniechana (planowany CAPEX 1,125 mld PLN). W zamian tego spółka planuje węglową EC90, co pozwoli na zbilansowanie zakładu jeśli chodzi o energię elektryczna i zapewni niezbedną parę do nowych instalacji po 2020 roku (NKW +320 tys. ton, specjalistyczna saletra +192 tys. ton). Spółka do tej pory nie podała szczegółów inwestycji. Na podstawie porównywalych EC szacujemy, że projekt może kosztować nawet 1,45 mld PLN (nieuwzględnione w wycenie).

W ZAK spółka oddała I etap elektrociepłowni 25 MW. W sprawozdaniach nie ma wzmiani o drugim etapie, który zakładaliśmy w poprzednim raporcie. Jest za to modernizacja węzla amoniaku za 180 mln PLN. Kluczową inwestycją, wartą 400-600 mln EUR może być zgazowanie węgla realizowane prawdopodobnie w latach 2020-2022. Spółka do tej pory nie podała szczegółów inwestycji dlatego nie zakładamy jej w wycenie. Projekt ma być realizowany wspólnie z Tauron.

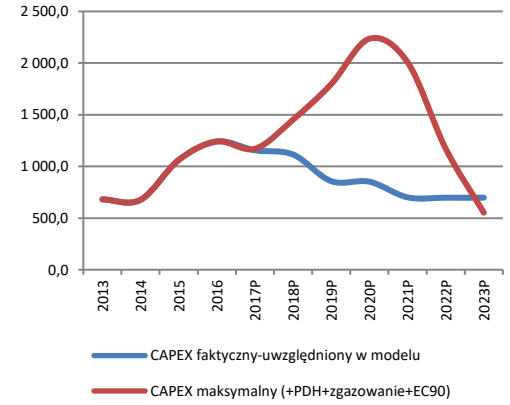
W Policach spółka kończy inwestycje środowiskowe i skupia się na instalacji PDH, której budżet wzrósł z 1,675 mld PLN do ok. 2,7 mld PLN, a po uwzględnieniu instalacji popipropylenu może wzrosnąć o kolejny 1 mld PLN. Projekt ma być realizowany w formule SPV z partnerem, najlepiej branżowym (brak szczegółów). Decyzje mają być podjęte do końca 2017 roku (projekt uwzględniony osobno w wycenie).

Główne inwestycji spółki [mln PLN]

	spółka	Budżet	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	RAZEM
intensyfikacja zdolności prod. amoniaku	ATT	45	4	40								44
IOS	ATT	45	11	22	12							45
Instalacja odazotowania	ATT	45	17	25	2							44
Turbozespół 20 MW w EC	ATT	63	26	20	9							55
Budowa instalacji Poliamid 6 80k	ATT	320	86	149	83							318
Granulacja mechaniczna II	ATT	141	36	82	18							136
Budowa nowego stokażu kwasu azotowego (etap I)	ATT	15		8	6							15
wytwórnia katalizatora żelazowo-chromowego	ATT	27		25								25
Budowa centrum B&R	ATT	74			20	54						74
Zagospodarowanie gazów z instalacji syntezy amoniaku	ATT	23			5	18						23
Intensyfikacja instalacji kwasu azotowego	ATT	60			10	50						60
Centrum logistyczne ATT Polymers	ATT	8			3	5						8
Pozostałe Tarnów	ATT		60	24	101	121	121	121	121	121	121	911
Produkcja stałych nawozów na bazie mocznika i siarczanu amonu	ZAP	138	36									36
Wymiana turbozespołu TG2	ZAP	99		11	88							99
EC 90 MWe/240MWt	ZAP	1 450				73	145	218	435	580		1 450
Kwas azotowy	ZAP	695		1	70	115	150	100	100	100	60	695
Granulacja mechaniczna nawozów	ZAP	385	9	43	75	120	45	93				385
Wymiana kondensatora karbaminianu amonu w sekcji syntezy	ZAP	12		12								12
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	ZAP	35			10	25						35
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	ZAP	24			5	10	9					24
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	ZAP	5			5							5
Pozostałe ZAP	ZAP		215	170	152	150	150	150	150	150	150	1 436
Uruchomienie ciągłej produkcji Oxoplast OT	ZAK	42	12									12
Instalacja RSM+ baza logistyczna	ZAK	21	15									15
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap I)	ZAK	308	134	88	21							243
Elektrociepłownia 25 Mwe (etap II)	ZAK	375										0
Estry Specjalne I	ZAK	43	1	3	10	29						43
Kompresor gazu surowego (GHH)	ZAK	32		2	10	19						32
Modernizacja oczyszczalni biologicznej	ZAK	16		9	5	2						16
Modernizacja węzła sprężania gazu dla wytwórni amoniaku	ZAK	180			20	50	50	60				180
Zgazowanie węgla (+Tauron)	ZAK	2 100						315	945	840		2 100
Pozostałe ZAK	ZAK		101	98	96	96	99	102	102	102	102	898
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	PCE	226	25	41	40	10						116
Modernizacja instalacji amoniaku	PCE	157	61	83	7							151
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	PCE	67	3	25	25	14						67
Zakup AIG	PCE	103	71									71
Poszukiwanie fosforytów	PCE		24	24	23							72
Rozwój logistyki II etap	PCE	30	8	17	4							30
Modernizacja turbozespołu TUP-12	PCE	16		1	10	5						16
Wymiana suszarni nawozów	PCE	12			12							12
PDH+polipropylen*	PCE	3 724	33	57	109	363	909	1 272	981			3 724
Pozostałe PCE	PCE		118	77	88	103	104	104	104	104	104	906
instalacja pastylkowania siarki	Siarko.	25	4									4
modernizacja układu wodno-energetycznego Osiek	Siarko.	3		1	2							3
wykup działek pod eksploatację	Siarko.	3	1	2								3
Modernizacja instalacji siarki nierozpuszczalnej SNII	Siarko.	19		3	5	10						19
Pozostałe Siarkopol	Siarko.		3	1	10	10	15	15	15	15	15	99
RAZEM		**11 211**	**1 113**	**1 161**	**1 171**	**1 453**	**1 797**	**2 551**	**2 954**	**2 013**	**552**	**14 764**
RAZEM (bez PDH, EC90, zgazowania)*		**3 937**	**1 080**	**1 105**	**1 062**	**1 017**	**743**	**746**	**593**	**593**	**552**	**7 490**
+ WNiP			**1 127,8**	**1 142,5**	**1 100,8**	**1 057,8**	**785,8**	**788,3**	**635,1**	**635,5**	**595,2**	**7 868,8**
faktyczny			1 061,8	1 241,2	1 155,7	1 114,9	856,8	851,8	700,6	697,1	697,1	**8 377,0**

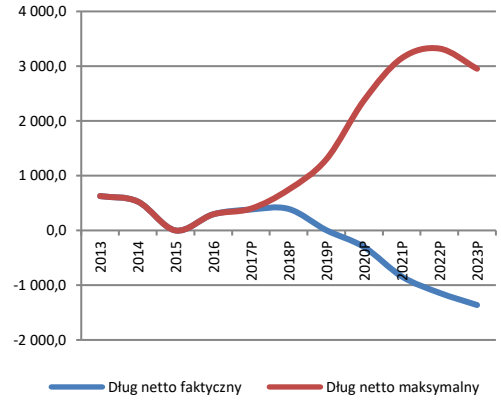
*Źródło: BDM S.A., Spółki. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF.*

CAPEX faktyczny a maksymalny [mln PLN]



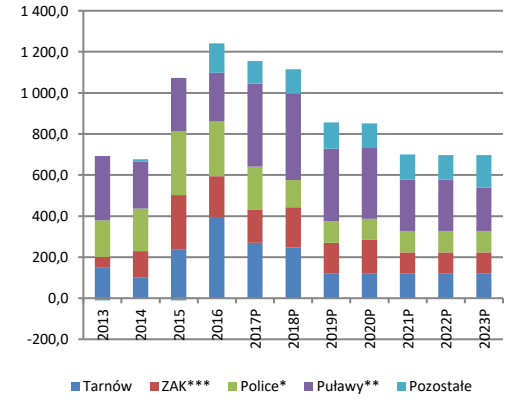
Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne

Dług netto faktyczny a maksymalny [mln PLN]



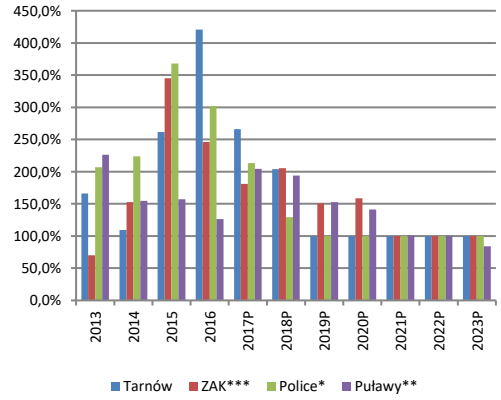
Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne

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



Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne.- bez uwzględniania PDH (osobny projekt). **- bez uwzględniania EC90. ***- bez uwzględniania zgazowania węgla*

CAPEX/amortyzacji w modelu w podziale na spółki



Źródło: BDM S.A., Spółki, szacunki własne.- bez uwzględniania PDH (osobny projekt). **- bez uwzględniania EC90. ***- bez uwzględniania zgazowania węgla*

Zmiany w programie inwestycyjnym

W ralacji do inwestycji wskazanych w poprzednim raporcie analitycznym nastąpiło kilka istotnych zmian:

- PDH: wzrost CAPEX z 1,675 mld PLN do ok. 700 mln USD (ok. 2,7 mld PLN) - październik 2016;
  Wzrost tzw. core CAPEX do 520-530 mln USD (ok. 2 mld PLN)+ budowa portu i nadbrzeża. Finansowanie projektu miało być dopięte do końca 1Q'17. Instalacja miała wystartować zgodnie z planem w 2019-2020 roku.
- PDH+polipropylen: decyzja o rozszerzeniu projektu PDH o polipropylen- czerwiec 2017;
  Brak szczegółów (ostateczne decyzje do końca 2017 roku).
  Plan rozszerzenia produkcji o polipropylen- końcowy i najbardziej powszechny produkt powstający z propylenu. Moce produkcyjne ok. 400 tys. ton (na całośc wykorzystywaNie został podany CAPEX. Szacunkowy koszt takich projektów to ok. 0,7 mln USD/1000t PP, co implikuje ok. 280 mln USD CAPEX (ok. 1,1 mld PLN).
- Zaniechanie projektu gazowej EC400 kosztem węglowej EC90 w Puławach- marzec 2017;
  Rezygnacja z projektu gazowej elektrociepłowni. Jednocześnie RN wyraziła zgodę na prowadzenie prac w związku z realizacją projektu elektrociepłowni węglowej. Planowana moc to 90 MWe i 240 MWt. Brak szczegółów jeśli chodzi o CAPEX (szacujemy na max 1,45 mld PLN) i harmonogram inwestycji (szacujemy, że EC powinna powstać do 2022 roku. EC zbilansuje zakład energetycznie (dotychczas deficyt mocy ok. 90 MWe) i zapewni niezbędną parę technologiczną dla zwiększających się mocy produkcyjnych spółki (NKW+granulacja mechaniczna nawozów).
- Zgazowanie wegla w Kędzierzynie (list intencyjny z GA z Tauronem)- kwiecień 2017;
  Koncepcja zużycia węgla kamiennego do produkcji gazu syntetycznego (np. w produkcji metanolu/amoniaku). Szacowany CAPEX 400-600 mln EUR (1,7-2,5 mld PLN). Decyzja ma być podjęta w 2018-2019 roku, a instalacja gotowa w 2021-2022 roku. Ma zużywać ok. 1 mln ton węgla rocznie.
  W czerwcu'15, przy okazji programu pomocowego do śląskiego górnictwa (Śląsk 2.0), pojawiły się 3 warianty inwestycji, 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 maja być zaangażowane KGHM i Tauron.
- II etap węglowej elektrociepłowni w ZAK (brak informacji);
  Budowę nowej EC warunkują przepisy środowiskowe. I etap 25 MWe spółka zakończyła w 2017 roku. Wciąż nie ma decyzji o realizacji drugiego etapu. W ostatnich raportach okresowych spółka nie wspominała o inwestycji.
- Inwestycja w złoże fosforytów w Senegalu (odpisy aktualizacyjne- prawdopodobne zaniechanie);
  W raporcie rocznym za 2016 rok spółka dokonała odpisów wartości złóż fosforytów w Senegalu (Kebemer i Lam-Lam) z 285 mln PLN do 2,3 mln PLN. Wczesniej spółka dokonywała odpisów należności i pozyczek do senegalskiej spółki.
  W maju'16 spółka poinformowałą o błędach w sprawozdaniu finansowym za 2015 rok. Potencjalny odpis ok. 290 mln PLN miał dotyczyć senegalskich aktywów. Pierwsze złoże (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 nasza wycenę.
  W naszej opinii spisanie aktywów senegalskich praktycznie do 0 w bilansie grupy przesądza o rezygnacji z projektu wydobycia fosforytów w Senegalu. Na zakup tych aktywów (55%) spółka wydała ponad 100 mln PLN w latach 2013-2015. W okresie 2013-2016 na poszukiwanie minerałów spółka wydała ok. 80 mln PLN.
- Nowe inwestycje, które pojawiły się w ostatnich raportach okresowych spółki:
  -wzrost mocy produkcyjnych kwasu azotowego w Tarnowie o 35 tys. ton rocznie (CAPEX 60 mln PLN);
  - centrum B&R w Tarnowie (CAPEX 74 mln PLN);
  - instalacja estrów w Kedzierzynie (CAPEX 43 mln PLN);
  - modernizacja wytówrni amoniaku w Kędzierzynie (CAPEX 180 mln PLN);

REALIZACJA STRATEGII

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

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

Strategiczne cele Grupy Azoty do 2020 roku

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

Źródło: BDM S.A., Grupa Azoty.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia kwartalne

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	405,5	403,1	403,1	403,1	403,1	403,1
Pszenica [USD/t]	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	149,0	148,1	148,1	148,1	148,1	148,1
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	50,8	47,4	48,0
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Gaz Zeebruge [USD/MMBTU]	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	5,9	5,9	6,6	7,6	7,3	7,5
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	346,7	319,0	297,9	304,1	299,1	218,8	209,0	229,4	290,3	250,0	260,0	270,0
Saletrzak [EUR/t]	266,8	249,1	232,5	232,5	226,5	168,5	151,1	171,6	209,2	169,9	176,7	183,5
Siarczan amonu [USD/t]	151,3	147,2	139,4	130,4	131,3	124,9	103,2	114,8	135,9	113,4	97,7	95,0
Mocznik [USD/t]	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	210,0	230,0
RSM [USD/t]	221,7	178,7	164,0	148,9	135,9	129,0	113,5	124,3	148,7	127,1	133,7	141,8
NPK [USD/t]	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	265,0	280,0
DAP [USD/t]	478,3	453,0	455,0	410,0	346,7	331,7	322,3	304,3	339,0	332,7	350,0	370,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 531,7	1 736,7	1 633,9	1 507,5	1 428,5	1 530,8	1 540,8	1 549,2	2 000,8	2 229,2	1 900,0	1 800,0
Poliamid [EUR/t]	1 616,7	1 800,0	1 725,0	1 533,3	1 475,0	1 520,0	1 541,7	1 535,0	2 033,3	2 305,0	1 976,0	1 872,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 380,3	1 413,7	1 400,7	1 286,0	1 248,3	1 193,3	1 207,0	1 254,3	1 332,7	1 434,3	1 290,4	1 302,6
2EH [EUR/t]	1 140,3	1 200,3	1 163,3	917,3	840,3	857,7	888,0	929,0	991,3	1 192,7	1 073,0	1 083,1
Melamina [EUR/t]	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 360,0	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0	1 441,7	1 491,7	1 500,0	1 500,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 038,3	1 955,0	1 971,7	2 105,0	2 155,0	2 230,0	2 373,3	2 500,0	2 500,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	846,6	949,9	1 025,9	957,2	986,0
Fosforyty [USD/t]	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	97,0	97,0	97,0
Sól potasowa [USD/t]	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	225,3	225,3	225,3
Siarka* [USD/t]	167,0	163,7	162,0	145,0	142,0	117,3	105,0	96,0	96,0	93,3	93,3	93,3
Benzen [USD/t]	544,6	725,3	695,8	572,8	553,2	594,5	619,3	610,3	895,9	746,1	671,2	677,5
Węgiel [PLN/t]	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Saletra amonowa	928,0	802,7	775,4	834,1	871,9	565,0	548,5	632,1	837,9	603,0	686,9	723,2
Saletrzak	282,1	220,7	222,3	254,8	299,1	113,7	85,2	155,8	238,2	-1,8	82,8	96,0
Siarczan amonu	182,1	181,6	160,9	163,9	253,1	218,6	202,2	275,4	257,2	165,2	84,6	65,5
Mocznik	400,9	362,0	387,0	357,3	216,0	245,3	240,9	350,8	437,8	142,1	239,2	297,9
RSM	487,6	309,0	289,9	245,5	228,7	234,9	191,1	231,3	291,8	156,3	215,6	242,8
NPK	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	426,0	353,3	347,0	305,9	349,1	374,1
DAP	902,5	808,1	848,0	709,2	610,9	572,7	579,9	528,9	661,0	582,1	578,0	617,2
Kaprolaktam	4 138,2	4 133,0	3 928,1	3 989,1	3 819,3	4 093,7	3 997,6	4 111,3	4 779,7	6 254,9	5 236,8	4 810,1
Poliamid	4 494,6	4 391,8	4 309,6	4 099,3	4 022,1	4 046,4	4 001,5	4 049,2	4 920,3	6 574,8	5 560,7	5 118,6
Alkohole (2EH)	1 443,6	667,4	1 313,4	1 453,3	1 316,5	1 039,1	747,7	1 149,1	586,0	1 366,5	1 242,3	1 260,9
Plastyfikatory (Oxo C)	2 627,2	2 556,7	3 055,4	2 796,9	2 906,4	2 304,2	2 066,5	2 413,2	2 256,1	2 451,8	2 228,9	2 262,3
Melamina	3 575,1	3 550,2	3 830,3	4 004,5	4 302,1	4 555,2	4 637,6	4 617,2	4 601,8	4 535,9	4 755,0	4 741,1
Biel tytanowa	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 230,5	6 082,4	6 046,3	5 953,9	5 531,9	4 139,0	4 742,4	5 273,9	5 330,1

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'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Przychody	2 643,7	2 112,4	2 179,3	2 294,8	2 279,8	1 955,8	1 765,8	2 065,6	2 435,7	2 167,3	1 990,5	2 391,5
Nawozy	1 737,5	1 226,7	1 436,3	1 536,9	1 503,7	1 079,9	1 008,4	1 191,9	1 371,1	1 060,2	1 093,5	1 390,1
wieloskładnikowe	516,4	451,0	505,0	496,0	491,0	419,1	400,8	415,4	447,7	427,3	431,1	521,1
saletrzane	745,3	402,6	633,1	656,0	639,6	347,9	357,0	493,3	581,1	367,2	428,5	551,9
mocznik	278,6	228,1	123,3	262,6	257,8	157,6	140,7	179,0	198,2	124,2	112,1	213,1
siarczan amonu	47,0	43,0	47,0	42,4	29,9	50,9	31,2	43,7	43,8	50,4	30,6	36,6
RSM	150,1	102,1	128,0	79,9	85,4	104,4	78,8	60,4	100,4	91,1	91,2	67,4
Tworzywa	331,0	340,2	280,5	282,2	278,3	315,6	268,3	281,1	446,6	469,1	354,5	358,7
Poliamidy	207,9	215,0	201,4	177,8	195,0	207,5	181,4	178,7	282,9	303,5	228,3	213,3
Kaprolaktam	123,1	125,2	79,1	104,4	83,2	108,1	86,9	102,4	163,7	165,6	126,2	145,5
Chemia	555,6	531,3	445,9	457,1	474,5	532,9	474,0	563,1	594,9	610,6	527,4	613,1
Alkohole	184,7	141,1	109,5	111,4	115,4	142,4	123,3	170,7	162,7	191,0	146,3	194,8
Plastyfikatory	54,2	49,0	38,6	48,2	60,8	62,3	44,4	70,0	76,6	72,2	46,7	71,1
Melamina	96,0	99,0	99,0	99,0	100,0	116,0	109,0	118,0	119,0	146,4	140,6	152,5
Mocznik techniczny	65,0	76,0	67,0	64,0	51,0	52,0	54,0	56,0	69,0	39,2	45,5	54,2
Pigmenty	76,1	79,6	57,2	56,6	71,1	85,4	79,9	71,6	88,9	102,4	95,5	72,3
Udział %												
Nawozy	65,7%	58,1%	65,9%	67,0%	66,0%	55,2%	57,1%	57,7%	56,3%	48,9%	54,9%	58,1%
wieloskładnikowe	19,5%	21,3%	23,2%	21,6%	21,5%	21,4%	22,7%	20,1%	18,4%	19,7%	21,7%	21,8%
saletrzane	28,2%	19,1%	29,1%	28,6%	28,1%	17,8%	20,2%	23,9%	23,9%	16,9%	21,5%	23,1%
mocznik	10,5%	10,8%	5,7%	11,4%	11,3%	8,1%	8,0%	8,7%	8,1%	5,7%	5,6%	8,9%
siarczan amonu	1,8%	2,0%	2,2%	1,8%	1,3%	2,6%	1,8%	2,1%	1,8%	2,3%	1,5%	1,5%
RSM	5,7%	4,8%	5,9%	3,5%	3,7%	5,3%	4,5%	2,9%	4,1%	4,2%	4,6%	2,8%
Tworzywa	12,5%	16,1%	12,9%	12,3%	12,2%	16,1%	15,2%	13,6%	18,3%	21,6%	17,8%	15,0%
Poliamidy	7,9%	10,2%	9,2%	7,7%	8,6%	10,6%	10,3%	8,7%	11,6%	14,0%	11,5%	8,9%
Kaprolaktam	4,7%	5,9%	3,6%	4,5%	3,7%	5,5%	4,9%	5,0%	6,7%	7,6%	6,3%	6,1%
Chemia	21,0%	25,1%	20,5%	19,9%	20,8%	27,2%	26,8%	27,3%	24,4%	28,2%	26,5%	25,6%
Alkohole	7,0%	6,7%	5,0%	4,9%	5,1%	7,3%	7,0%	8,3%	6,7%	8,8%	7,4%	8,1%
Plastyfikatory	2,1%	2,3%	1,8%	2,1%	2,7%	3,2%	2,5%	3,4%	3,1%	3,3%	2,3%	3,0%
Melamina	3,6%	4,7%	4,5%	4,3%	4,4%	5,9%	6,2%	5,7%	4,9%	6,8%	7,1%	6,4%
Mocznik techniczny	2,5%	3,6%	3,1%	2,8%	2,2%	2,7%	3,1%	2,7%	2,8%	1,8%	2,3%	2,3%
Pigmenty	2,9%	3,8%	2,6%	2,5%	3,1%	4,4%	4,5%	3,5%	3,6%	4,7%	4,8%	3,0%
Przychody	2 643,7	2 112,4	2 179,3	2 294,8	2 279,8	1 955,8	1 765,8	2 065,6	2 435,7	2 167,3	1 990,5	2 391,5
GK ZAT	500,4	370,4	468,4	429,8	436,2	357,1	365,7	393,4	478,8	424,2	374,8	374,3
GK ZAK	543,0	397,0	435,0	441,0	441,0	411,0	379,0	465,0	485,0	433,9	384,9	481,0
GK Police	746,1	693,7	600,1	701,1	686,5	605,1	548,5	576,9	699,3	621,4	559,1	690,9
GK Puławy	1 070,4	827,8	935,3	980,6	951,5	809,3	712,2	874,6	1 003,1	770,7	718,1	887,1
Siarkopol	90,1	90,9	76,2	79,2	81,4	68,3	50,9	54,6	63,6	60,5	49,0	55,0
EBITDA	484,6	293,0	223,5	308,2	516,7	177,9	131,5	179,8	447,7	331,7	202,8	294,6
GK ZAT	52,8	17,5	21,3	3,9	56,2	-6,9	4,5	49,3	83,6	61,6	26,5	72,4
GK ZAK	93,0	27,0	35,4	68,0	104,0	50,0	18,2	30,0	81,0	55,8	56,5	62,4
GK Police	94,5	83,1	39,1	66,5	106,6	29,7	21,1	30,4	84,2	78,8	51,6	56,4
GK Puławy	227,5	144,3	118,2	172,3	227,1	114,9	69,2	78,4	203,6	143,6	78,8	113,2
Siarkopol	17,6	17,1	12,3	-1,9	12,4	2,6	-4,1	-4,5	-1,0	-4,3	-6,9	-6,0
Marża EBITDA	18,3%	13,9%	10,3%	13,4%	22,7%	9,1%	7,4%	8,7%	18,4%	15,3%	10,2%	12,3%
GK ZAT	10,5%	4,7%	4,5%	0,9%	12,9%	-1,9%	1,2%	12,5%	17,5%	14,5%	7,1%	19,3%
GK ZAK	17,1%	6,8%	8,1%	15,4%	23,6%	12,2%	4,8%	6,5%	16,7%	12,9%	14,7%	13,0%
GK Police	12,7%	12,0%	6,5%	9,5%	15,5%	4,9%	3,9%	5,3%	12,0%	12,7%	9,2%	8,2%
GK Puławy	21,3%	17,4%	12,6%	17,6%	23,9%	14,2%	9,7%	9,0%	20,3%	18,6%	11,0%	12,8%
Siarkopol	19,5%	18,8%	16,1%	-2,4%	15,2%	3,8%	-8,0%	-8,3%	-1,6%	-7,2%	-14,1%	-10,9%
Produkcja NH3	641,2	529,5	549,7	598,4	607,3	546,9	475,2	592,8	635,5	569,0	502,7	608,8
Produkcja PA6 i POM	30,7	29,2	27,9	27,2	30,3	31,2	27,1	26,6	32,2	31,2	27,1	26,6
Produkcja kaprolaktamu	27,1	25,7	24,6	24,1	26,2	27,3	23,8	23,1	28,5	27,3	23,8	23,1
Produkcja alkoholi	43,6	33,3	26,0	33,1	37,4	44,3	36,5	48,7	45,0	44,3	36,5	48,7
Produkcja plastyfikatorów	9,4	8,5	6,6	8,8	11,2	11,9	8,5	12,7	13,3	11,9	8,5	12,7

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

Główne założenia roczne

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	507,4	436,2	458,6	536,5	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9
Pszenica [USD/t]	186,4	160,3	168,5	197,1	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	53,7	45,0	50,4	49,6	50,9	52,1	53,4	54,7	55,9	56,6	56,6	56,6
Gaz HH USA [USD/MMBTU]	2,6	2,6	3,2	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Gaz Zeebruge [USD/MMBTU]	6,4	4,6	5,3	5,5	5,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Gaz taryfa [USD/MMBTU]	8,4	6,3	7,2	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	316,9	239,1	267,6	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Saletrzak [EUR/t]	245,2	179,4	184,8	200,3	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2
Siarczan amonu [USD/t]	142,1	118,5	110,5	105,5	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9
Mocznik [USD/t]	268,7	194,3	217,7	250,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
RSM [USD/t]	178,3	135,9	129,0	113,5	124,3	123,2	122,1	122,1	122,1	122,1	122,1	122,1
NPK [USD/t]	322,7	263,7	254,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	449,1	326,3	347,9	400,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0
Tworzywa												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 602,4	1 512,3	1 982,5	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0
Poliamid [EUR/t]	1 668,8	1 517,9	2 046,6	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0	1 872,0
Chemia												
Oxoplast [EUR/t]	1 370,2	1 225,8	1 340,0	1 254,4	1 261,0	1 261,9	1 266,6	1 297,2	1 325,8	1 342,1	1 342,1	1 342,1
2EH [EUR/t]	1 105,3	878,8	1 085,0	1 015,7	1 021,1	1 021,8	1 025,6	1 050,3	1 073,5	1 086,7	1 086,7	1 086,7
Melamina [EUR/t]	1 349,6	1 385,4	1 483,3	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Biel tytanowa [EUR/t]	2 157,5	2 046,7	2 400,8	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
Ceny benchmarkowych surowców												
Gaz taryfa [PLN/1000 m3]	1 114,6	883,7	979,8	946,4	940,7	944,8	937,5	952,1	966,2	966,2	966,2	966,2
Fosforyty [USD/t]	127,5	100,2	96,5	121,2	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3
Sól potasowa [USD/t]	298,5	235,3	223,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka* [USD/t]	159,4	115,1	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0
Benzen [USD/t]	634,6	594,3	747,7	699,9	703,6	704,1	706,7	723,8	739,7	748,8	748,8	748,8
Węgiel [PLN/t]	246,3	234,0	252,7	278,0	283,6	289,2	295,0	300,9	306,9	313,1	319,3	325,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	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	835,1	654,3	712,2	854,1	900,4	898,6	901,8	895,4	889,2	889,2	889,2	889,2
Saletrzak	245,0	164,3	103,9	215,2	249,5	246,6	251,7	241,5	231,6	231,6	231,6	231,6
Siarczan amonu	172,1	237,4	140,9	95,6	93,0	90,9	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0
Mocznik	376,8	262,7	278,0	397,2	489,9	465,3	448,2	439,9	431,9	431,9	431,9	431,9
RSM	333,0	265,9	188,7	147,0	196,7	190,1	187,9	182,5	177,3	177,3	177,3	177,3
NPK	468,8	431,1	379,6	449,7	475,0	459,8	447,5	444,6	441,8	441,8	441,8	441,8
DAP	817,0	575,1	635,6	695,5	743,3	721,8	703,7	700,5	697,4	697,4	697,4	697,4
Kaprolaktam	4 048,8	4 005,4	5 275,9	4 819,5	4 803,4	4 801,2	4 789,8	4 715,0	4 645,1	4 605,3	4 605,3	4 605,3
Poliamid	4 326,3	4 005,4	5 275,9	4 819,5	4 803,4	4 801,2	4 789,8	4 715,0	4 645,1	4 605,3	4 605,3	4 605,3
Alkohole (2EH)	1 105,3	878,8	1 085,0	1 015,7	1 021,1	1 021,8	1 025,6	1 050,3	1 073,5	1 086,7	1 086,7	1 086,7
Plastyfikatory (Oxo C)	2 759,1	2 424,1	2 301,4	2 209,2	2 220,8	2 222,4	2 230,6	2 284,5	2 334,8	2 363,5	2 363,5	2 363,5
Melamina	3 739,9	4 533,9	4 662,3	4 953,3	4 963,1	4 956,0	4 968,5	4 943,6	4 919,5	4 919,5	4 919,5	4 919,5
Biel tytanowa	6 471,5	5 910,8	4 869,5	5 699,4	5 814,3	5 925,5	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	9 230	7 948	8 873	9 555	9 922	9 880	9 873	9 945	9 965	9 976	9 976	9 976
Nawozy	5 937	4 784	4 915	5 708	6 010	5 976	5 974	6 025	6 025	6 025	6 025	6 025
wieloskładnikowe	1 968	1 726	1 827	2 209	2 332	2 308	2 285	2 285	2 285	2 285	2 285	2 285
saletrzane	2 437	1 838	1 929	2 136	2 190	2 190	2 239	2 290	2 290	2 290	2 290	2 290
mocznik	893	735	648	898	984	963	942	942	942	942	942	942
siarczan amonu	179	156	161	164	172	187	183	183	183	183	183	183
RSM	460	329	350	300	332	329	326	326	326	326	326	326
Tworzywa	1 234	1 143	1 636	1 518	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543	1 543
Poliamidy	802	763	1 028	1 246	1 435	1 435	1 435	1 435	1 435	1 435	1 435	1 435
Kaprolaktam	432	381	608	272	108	108	108	108	108	108	108	108
Chemia	1 990	1 925	2 227	2 234	2 274	2 266	2 260	2 281	2 301	2 313	2 313	2 313
Alkohole	547	552	695	611	615	615	617	632	646	654	654	654
Plastyfikatory	190	238	267	255	257	257	258	264	270	273	273	273
Melamina	393	443	559	605	605	605	605	605	605	605	605	605
Mocznik techniczny	272	213	208	223	244	239	234	234	234	234	234	234
Pigmenty	269	308	359	394	394	394	394	394	394	394	394	394
Udział %	99,2%	98,8%	98,9%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
Nawozy	64,3%	60,2%	55,4%	59,7%	60,6%	60,5%	60,5%	60,6%	60,5%	60,4%	60,4%	60,4%
wieloskładnikowe	21,3%	21,7%	20,6%	23,1%	23,5%	23,4%	23,1%	23,0%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%
saletrzane	26,4%	23,1%	21,7%	22,4%	22,1%	22,2%	22,7%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
mocznik	9,7%	9,2%	7,3%	9,4%	9,9%	9,7%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%
siarczan amonu	1,9%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
RSM	5,0%	4,1%	3,9%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Tworzywa	13,4%	14,4%	18,4%	15,9%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Poliamidy	8,7%	9,6%	11,6%	13,0%	14,5%	14,5%	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Kaprolaktam	4,7%	4,8%	6,9%	2,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Chemia	21,6%	24,2%	25,1%	23,4%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	23,1%	23,2%	23,2%	23,2%
Alkohole	5,9%	6,9%	7,8%	6,4%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%
Plastyfikatory	2,1%	3,0%	3,0%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Melamina	4,3%	5,6%	6,3%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Mocznik techniczny	2,9%	2,7%	2,3%	2,3%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Pigmenty	2,9%	3,9%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Przychody	10 008	8 956	9 298	9 774	10 138	10 093	10 083	10 155	10 175	10 186	10 186	10 186
GK ZAT	1 769	1 552	1 652	1 783	1 995	2 013	2 012	2 012	2 012	2 012	2 012	2 012
GK ZAK	1 816	1 696	1 785	1 749	1 795	1 789	1 787	1 808	1 828	1 839	1 839	1 839
GK Police	2 741	2 417	2 571	3 144	3 302	3 261	3 221	3 221	3 221	3 221	3 221	3 221
GK Puławy	3 814	3 348	3 379	3 559	3 673	3 647	3 672	3 723	3 723	3 723	3 723	3 723
Siarkopol	336	255	228	247	241	236	231	231	231	231	231	231
EBITDA	1 309	1 006	1 277	1 431	1 628	1 562	1 697	1 683	1 645	1 625	1 613	1 600
GK ZAT	95	103	244	302	410	397	407	381	356	342	335	328
GK ZAK	223	202	256	298	333	320	326	321	316	312	304	296
GK Police	283	188	271	280	304	277	283	273	262	255	248	240
GK Puławy	662	490	539	579	609	595	707	730	728	731	737	742
Siarkopol	45	6	-18	-28	-27	-27	-27	-23	-18	-14	-10	-6
Marża EBITDA	13,1%	11,2%	13,7%	14,6%	16,1%	15,5%	16,8%	16,6%	16,2%	16,0%	15,8%	15,7%
GK ZAT	5,4%	6,6%	14,8%	17,0%	20,6%	19,7%	20,2%	18,9%	17,7%	17,0%	16,6%	16,3%
GK ZAK	12,3%	11,9%	14,3%	17,1%	18,6%	17,9%	18,3%	17,8%	17,3%	16,9%	16,5%	16,1%
GK Police	10,3%	7,8%	10,5%	8,9%	9,2%	8,5%	8,8%	8,5%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
GK Puławy	17,4%	14,6%	16,0%	16,3%	16,6%	16,3%	19,2%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	19,9%
Siarkopol	13,4%	2,5%	-8,0%	-11,4%	-11,4%	-11,4%	-11,6%	-9,8%	-8,0%	-6,2%	-4,5%	-2,8%
Produkcja NH3	2 322,9	2 222,4	2 346,2	2 415,4	2 411,0	2 411,0	2 390,0	2 406,5	2 406,5	2 406,5	2 406,5	2 406,5
wykorzystanie mocy	*103%*	*99%*	*102%*	*105%*	*104%*	*104%*	*103%*	*104%*	*104%*	*104%*	*104%*	*104%*
Produkcja PA6 i POM	114,9	115,2	117,1	158,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0	182,0
wykorzystanie mocy	*113%*	*113%*	*115%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
Produkcja kaprolaktamu	101,5	100,4	102,7	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
wykorzystanie mocy	*100%*	*98%*	*101%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
Produkcja alkoholi	135,9	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0	162,0
wykorzystanie mocy	*84%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
Produkcja plastyfikatorów	33,2	44,3	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5	46,5
wykorzystanie mocy	47%	63%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	6 946	7 652	8 219	8 695	8 893	9 070	9 091	9 107	9 121	9 135	9 148	9 160
Wartości niematerialne i prawne	535	541	549	559	569	579	588	598	606	614	622	629
Rzeczowe aktywa trwałe	6 157	6 873	7 432	7 898	8 085	8 253	8 264	8 271	8 277	8 282	8 288	8 292
Aktywa obrotowe	3 549	3 400	3 379	3 270	3 528	3 607	3 787	3 772	3 928	4 121	4 297	4 528
Zapasy	1 186	1 073	1 058	1 113	1 153	1 148	1 146	1 154	1 156	1 157	1 157	1 157
Należności krótkoterminowe	1 098	1 077	1 185	1 247	1 291	1 285	1 283	1 292	1 295	1 296	1 296	1 296
Inwestycje krótkoterminowe	1 256	1 242	1 128	902	1 075	1 166	1 350	1 318	1 469	1 659	1 835	2 066
-środki pieniężne i ekwiwalenty	753	642	527	302	475	566	750	718	869	1 059	1 235	1 466
Aktywa razem	10 495	11 052	11 599	11 966	12 420	12 678	12 878	12 879	13 049	13 256	13 445	13 688
Kapitał (fundusz) własny	6 286	6 534	7 002	7 435	7 970	8 390	8 881	9 135	9 311	9 485	9 668	9 853
Kapitał (fundusz) podstawowy	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496	496
Kapitał (fundusz) zapasowy	2 418	2 418	2 683	3 068	3 458	3 928	4 308	4 564	4 764	4 947	5 134	5 322
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 767	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281	3 281
Zysk (strata) netto okresu	605	343	546	595	740	690	802	798	775	765	762	758
Udziały mniejszości	626	595	663	724	792	853	919	984	1 047	1 109	1 169	1 228
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 584	3 923	3 934	3 807	3 658	3 434	3 077	2 759	2 691	2 663	2 608	2 608
Rezerwy na zobowiązania	662	655	655	655	655	655	655	655	655	655	655	655
Zobowiązania długoterminowe	1 112	1 457	1 380	1 200	1 020	840	510	200	155	125	70	70
-oprocentowane	177	128	178	143	108	73	48	27	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 810	1 811	1 896	1 949	1 980	1 937	1 909	1 902	1 879	1 881	1 881	1 881
-oprocentowane	177	128	178	143	108	73	48	27	0	0	0	0
Pasywa razem	10 495	11 052	11 599	11 966	12 420	12 678	12 878	12 879	13 049	13 256	13 445	13 688

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	10 008	8 956	9 298	9 774	10 138	10 093	10 083	10 155	10 175	10 186	10 186	10 186
Koszty produktów, tow. i materiałów	7 742	6 998	7 045	7 278	7 397	7 406	7 339	7 395	7 427	7 431	7 418	7 404
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2 266	1 958	2 253	2 496	2 740	2 686	2 744	2 760	2 748	2 755	2 768	2 782
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1 367	1 399	1 448	1 588	1 652	1 671	1 695	1 725	1 752	1 778	1 804	1 831
Zysk (strata) na sprzedaży	899	559	805	908	1 089	1 015	1 050	1 035	997	977	964	951
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-75	-73	-70	-84	-88	-94	0	0	0	0	0	0
EBITDA	1 309	1 006	1 277	1 431	1 628	1 562	1 697	1 683	1 645	1 625	1 613	1 600
EBIT	824	486	736	824	1 001	921	1 050	1 035	997	977	964	951
Saldo działalności finansowej	-9	-10	19	-28	-17	-8	8	17	24	30	37	44
Zysk (strata) brutto	829	491	767	809	998	927	1 072	1 066	1 034	1 021	1 015	1 009
Zyski (straty) mniejszości	74	32	68	61	68	61	66	65	63	61	60	59
Zysk (strata) netto	605	343	546	595	740	690	802	798	775	765	762	758

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	1 630	1 116	1 114	1 280	1 452	1 422	1 527	1 510	1 482	1 465	1 455	1 444
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1 503	-1 303	-1 089	-1 092	-829	-821	-664	-662	-657	-651	-646	-639
Przepływy z działalności finansowej	69	74	-139	-414	-451	-510	-680	-880	-673	-624	-634	-574
Przepływy pieniężne netto	195	-113	-114	-226	173	91	183	-32	151	190	176	231
Środki pieniężne na początek okresu	559	753	642	527	302	475	566	750	718	869	1 059	1 235
Środki pieniężne na koniec okresu	753	642	527	302	475	566	750	718	869	1 059	1 235	1 466

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-10,5%	3,8%	5,1%	3,7%	-0,4%	-0,1%	0,7%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-23,2%	26,9%	12,1%	13,7%	-4,0%	8,6%	-0,8%	-2,2%	-1,2%	-0,7%	-0,8%
EBIT zmiana r/r	-41,0%	51,3%	12,0%	21,5%	-8,0%	14,0%	-1,4%	-3,7%	-2,0%	-1,3%	-1,4%
Zysk netto zmiana r/r	-43,2%	59,0%	8,9%	24,5%	-6,8%	16,1%	-0,4%	-2,9%	-1,2%	-0,4%	-0,5%
Marża brutto na sprzedaży	21,9%	24,2%	25,5%	27,0%	26,6%	27,2%	27,2%	27,0%	27,0%	27,2%	27,3%
Marża EBITDA	11,2%	13,7%	14,6%	16,1%	15,5%	16,8%	16,6%	16,2%	16,0%	15,8%	15,7%
Marża EBIT	5,4%	7,9%	8,4%	9,9%	9,1%	10,4%	10,2%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%
Marża brutto	5,5%	8,3%	8,3%	9,8%	9,2%	10,6%	10,5%	10,2%	10,0%	10,0%	9,9%
Marża netto	3,8%	5,9%	6,1%	7,3%	6,8%	7,9%	7,9%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%
COGS / przychody	78,1%	75,8%	74,5%	73,0%	73,4%	72,8%	72,8%	73,0%	73,0%	72,8%	72,7%
SG&A / przychody	15,6%	15,6%	16,2%	16,3%	16,6%	16,8%	17,0%	17,2%	17,5%	17,7%	18,0%
SG&A / COGS	20,0%	20,6%	21,8%	22,3%	22,6%	23,1%	23,3%	23,6%	23,9%	24,3%	24,7%
ROE	5,3%	7,8%	8,0%	9,3%	8,2%	9,0%	8,7%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%
ROA	3,1%	4,7%	5,0%	6,0%	5,4%	6,2%	6,2%	5,9%	5,8%	5,7%	5,5%
Dług	1 514,9	1 488,5	1 273,5	1 058,5	843,5	488,5	157,6	85,4	55,4	0,0	0,0
D / (D+E)	13,7%	12,8%	10,6%	8,5%	6,7%	3,8%	1,2%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%
D / E	15,9%	14,7%	11,9%	9,3%	7,1%	3,9%	1,2%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	21,2%	19,4%	15,6%	12,1%	9,1%	5,0%	1,6%	0,8%	0,5%	0,0%	0,0%
Dług netto	294,1	382,0	392,6	4,6	-301,7	-840,1	-1 139,1	-1 362,5	-1 583,0	-1 814,1	-2 044,8
Dług netto / kapitał własny	4,5%	5,5%	5,3%	0,1%	-3,6%	-9,5%	-12,5%	-14,6%	-16,7%	-18,8%	-20,8%
Dług netto / EBITDA	0,3	0,3	0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3
Dług netto / EBIT	0,6	0,5	0,5	0,0	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2
EV	7 039,4	7 127,3	7 137,9	6 749,9	6 443,6	5 905,2	5 606,2	5 382,8	5 162,3	4 931,2	4 700,5
Dług / EV	21,5%	20,9%	17,8%	15,7%	13,1%	8,3%	2,8%	1,6%	1,1%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	13,9%	12,4%	11,4%	8,5%	8,4%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	238,8%	196,3%	174,5%	130,0%	126,3%	103,0%	102,3%	102,2%	102,0%	101,9%	101,8%
Amortyzacja / Przychody	5,7%	6,3%	6,5%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	0,7%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,9%	18,2%	7,0%	6,0%	8,5%	15,9%	6,3%	6,3%	6,3%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	19,9	12,5	11,5	9,2	9,9	8,5	8,6	8,8	8,9	9,0	9,0
P/BV*	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/CE*	7,9	6,3	5,7	5,0	5,1	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9
EV/EBITDA*	7,1	5,7	5,1	4,2	4,2	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0
EV/EBIT*	14,7	9,8	8,8	6,8	7,1	5,7	5,5	5,5	5,4	5,2	5,0
EV/S*	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	71,9	77,3	82,2	88,3	93,2	98,8	102,0	104,4	106,8	109,3	111,7
EPS	3,5	5,5	6,0	7,5	7,0	8,1	8,0	7,8	7,7	7,7	7,6
CEPS	8,7	11,0	12,1	13,8	13,4	14,6	14,6	14,3	14,3	14,2	14,2
FCFPS	1,6	6,0	5,8	8,4	8,2	8,0	7,8	7,7	7,6	7,6	0,0
DPS w okresie	0,8	0,8	1,6	2,1	2,7	3,1	5,5	6,0	6,0	5,8	5,8
Payout ratio	39,9%	34,9%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 69,0 PLN*

Dom Maklerski BDM S.A.

POLICE

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 22,4 PLN

28 LIPIEC 2017, 08:35 CEST

Spółka powinna pokazać bardzo wysokie dynamiki wzrostu wyników w 2Q'17 i 2H'17 (niska baza) gł. dzięki mocnej koniunkturze w bieli tytanowej. Obecnie Police generują tam EBITDA najlepszą od 5 lat. Z kolei w segmencie nawozowym baza wynikowa jest bardzo niska. Niemniej mając na względzie wyższą wycenę rynkową, z ponad 20% premią do Grupy Azoty czy Puław, a także relatywnie słabsze perspektywy odbicia cen nawozów wieloskładnikowych, największe zadłużenie (1,6x ABITDA adj. 12m) i potencjalne duże obciążenie bilansu w związku z projektem PDH+PP, decydujemy się utrzymać zalecenie TRZYMAJ dla spółki z ceną docelową 22,4 PLN/szt.

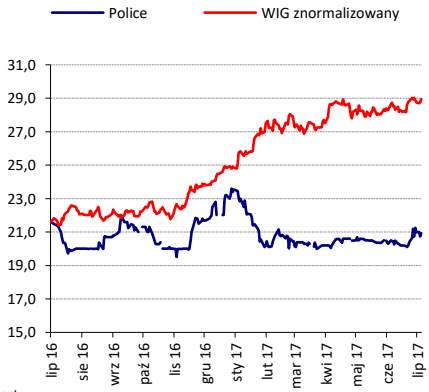
Dzięki bieli tytanowej spółka w 2Q'17 pochwali się bardzo dobrym wynikiem. Już w 1Q'17 Police miały w tym biznesie ok. 20 mln PLN EBITDA vs 2,4 mln PLN przed rokiem. W 2Q'17 ceny podstawowego surowca do farb ze względu na braki podażowe jeszcze wzrosły, więc w zasięgu może być ok. 30 mln PLN EBITDA. W segmencie nawozowym spółki otoczenie było słabsze niż w azotowych/saletrzanych. Dobry wynik spółka będzie zawdzięczać jeszcze amoniakowi (słabsze ceny w 3Q'17). Zwracamy uwagę, że 2Q'16 obciążony był zdarzeniami jednorazowymi (-34 mln PLN), więc baza jest bardzo snika. Oczyszczona EBITDA w 2Q'17 wzrośnie o ponad 20%.

Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska. Wyniki powinien wspierać niższy koszt gazu ziemnego i wyższe ceny kluczowych nawozów w 4Q'17. Biel tytanowa powinna przynajmniej utrzymać kwartalny wynik w okolicach 20-30 mln PLN EBITDA. W obecnej sytuacji rynkowej, obserwując dalsze wzrosty cen bieli (duży popyt przy ograniczonej podaży), uważamy to założenie za dość konserwatywne i spodziewamy się po tej stronie pozytywnych zaskoczeń.

W 2017-2018 roku spółka kończy ważne inwestycje środowiskowe (IOS) i efektywnościowe (modernizacja linii amoniaku). Kluczową inwestycją jest projekt PDH+PP dla którego kalkulujemy osobny DCF (pozytywny wpływ na wycenę rzędu 6,9 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. Spółka ma zobowiązanie do wydania tam przynajmniej 3 mln USD.

Wycena DCF [PLN]	20,8
W tym PDH+PP	*6,9*
Wycena porównawcza [PLN]	24,0
Wycena końcowa [PLN]	**22,4**
Potencjał do wzrostu / spadku	**6,5%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	21,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 575,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	23,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,0
Stopa zwrotu za 3 mc	4,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	0,0%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	15,9%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	4,2%

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	2 412,4	2 741,0	2 417,0	2 570,7	3 144,2	3 301,9
EBITDA [mln PLN]	173,5	283,2	187,9	271,0	279,6	303,9
EBITDA adj. [mln PLN]	173,5	293,2	231,9	271,0	279,6	303,9
EBIT [mln PLN]	80,8	198,9	99,3	173,2	176,8	199,9
Wynik netto [mln PLN]	63,5	158,5	87,9	137,5	144,9	165,9
P/BV	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
P/E	24,8	9,9	17,9	11,5	10,9	9,5
EV/EBITDA	10,2	6,1	8,0	6,8	6,4	5,7
EV/EBIT	22,0	9,0	18,6	10,7	10,2	8,6



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.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,8 PLN (w tym 6,9 PLN/akcję projektu PDH). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 24,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 22,4 PLN.

Podsumowanie wyceny

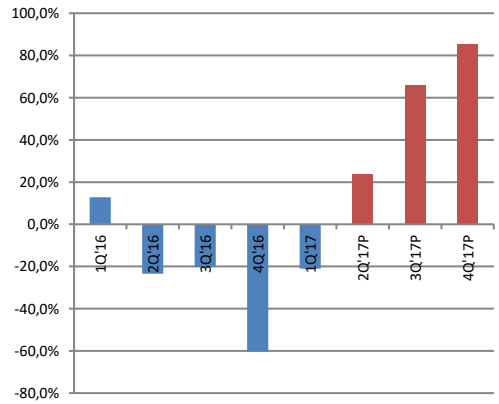
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	20,8
w tym PDH		*6,9*
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	24,0
Wycena spółki [PLN]	**22,4**	

Źródło: BDM S.A.

Utrzymujemy zalecenie TRZYMAJ dla spółki podwyższając cenę docelową do 22,2 PLN/akcję wskazując na:

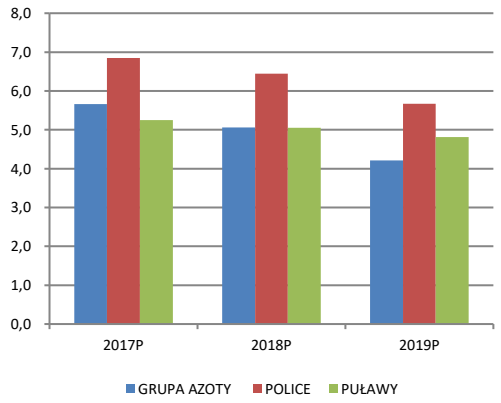
- oczekiwane bardzo dobre wyniki 2Q'17 i wysokie dynamiki w 2H'17;
- mocą koniunkturę na rynku bieli tytanowej;
- relatywnie wysoką wycenę rynkową, z ponad 20% premią do Grupy Azoty i Puław;
- potencjalnie największy program inwestycyjny (uwzględniając PDH);

Dynamika oczyszczonej EBITDA 1Q'16-4Q'17P [r/r]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozowana EV/EBITDA dla spółek z Grupy Azoty



Źródło: BDM S.A., Spółka.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko dalszego spadku cen nawozów**

  Z obecnych poziomów nie spodziewamy się dalszego spadku cen nawozów. Oczekujemy ich systematycznego odbicia od 3Q'17 zwracając uwagę na silniejszy rynek płodów rolnych. Przy oczekiwanej globalnej nadpodaży, głównie nawozów azotowych, założenia te mogą okazać się jednak zbyt optymistyczne.

- **Realizacja dużego programu inwestycyjnego- PDH**

  W październiku'16 spółka poinformowała o wzroście wartości inwestycji w projekt produkcji propylenu z propanu (PDH) z ok. 1,7 do 2,7 mld PLN. W czerwcu'17 zdecydowała się na rozszerzenie inwestycji o produkcję polipropylenu (końcowy produkt), a potencjalne nakłady, w naszej opinii mogą wzrosnąć o kolejny 1 mld PLN (łącznie 3,7 mld PLN). Obecnie Police mają 85% udziałów w spółce PDH Polska (pozostała 15% należy do GA). Projekt ma kluczowe znaczenie w naszej wycenie (6,9 PLN/akcję Polic). Ryzyka po jego stronie mogą więc istotnie obniżyć naszą wycenę.

- **Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego**

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

- **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. Pierwsze moce weszły na rynek w 2016 roku. Do 2019 roku będzie to nawet do 5 mln ton mocznika.

- **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 ok. 4%.

- **Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia**

  W 2016 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,2 tys. osób. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 14% 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, 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 51-56):

- **Wolumeny sprzedaży**

  Wolumen sprzedaży nawozów w 2016 roku spadł o ok. 4% r/r po wzroście o 16% r/r w 2015 roku. Sumaryczne wykorzystanie mocy linii NPK i DAP lekko przekraczało 80%, w ty,, linia NP&NS (DAP) byłą obciążona tylko na 71%. Liczymy, że w kolejnych latach spółka zwiększy wykorzystanie mocy do ok. 100% (2020/2021 rok). W przypadku bieli tytanowej spółka w pełni wykorzystuje swoje zdolności. Linie amoniaku i mocznika wykorzystywane są na poziomie ok. 83% nominalnych zdolności (tu również zakładamy systematyczną poprawę).

- **Ceny produktów/surowców**

  Zaktualizowaliśmy ceny podsawowych produktów i surowców. W przypadku nawozów oczekujemy powrotu ich cen do historycznych relacji z notowaniami pszenicy, co oznacza perspektywę wzrostu 10-20% 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 były to głównie inwestycje środowiskowe (instalacja odsiarczania, zmiana technologii kwasu fosforowego) i poprawiające efektywność (modernizacja amoniaku). CAPEX na PDH kalkulujemy w osobnym projekcie.

- **ETS III**

  Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA (bez zmian), co będzie generować koszty rzędu 16-17 mln PLN. Po 2020 roku nie zakładamy nowego mechanizmu.

- **Dywidenda**

  WZA zdecydowało o wypłacie 31,5 mln PLN dywidendy (DPS 0,42 PLN, PR 36%, DY 2,0%). Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W najbliższych latach szacujemy, że będzie to ok. 60% zysku netto (DY 4-6%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2017-2026 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 27 lipca 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN (w tym 0,5 mld PLN projekt PDH dla Polic). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 22,8 PLN (PDH 6,9 PLN).

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 417,0	2 570,7	3 144,2	3 301,9	3 260,8	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3
EBIT [mln PLN]	99,3	173,2	176,8	199,9	173,4	179,0	168,6	158,0	150,7	143,1	135,2
Stopa podatkowa	27,8%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	27,6	34,2	33,6	38,0	33,0	34,0	32,0	30,0	28,6	27,2	25,7
NOPLAT [mln PLN]	71,7	139,0	143,2	161,9	140,5	145,0	136,5	128,0	122,1	115,9	109,6
Amortyzacja [mln PLN]	88,6	97,8	102,9	104,0	104,1	104,1	104,3	104,4	104,6	104,7	104,8
CAPEX [mln PLN]	-300,8	-208,2	-132,1	-105,7	-104,3	-106,3	-106,3	-106,3	-106,3	-106,3	-106,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	116,6	0,3	1,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-24,0	28,9	115,2	160,6	140,1	142,7	134,5	126,1	120,3	114,3	108,1
DFCF [mln PLN]		27,9	102,7	132,0	106,1	99,5	86,3	74,3	65,1	56,7	49,2
Suma DFCF [mln PLN]		800,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 200,6		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*0,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		546,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 346,8									
Dług netto* [mln PLN]		308,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		**1 038,8**									
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		**13,9**									
Przychody zmiana r/r		6,4%	22,3%	5,0%	-1,2%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r		74,4%	2,1%	13,1%	-13,2%	3,2%	-5,8%	-6,2%	-4,6%	-5,0%	-5,5%
FCF zmiana r/r		-	298,7%	39,4%	-12,7%	1,9%	-5,7%	-6,2%	-4,6%	-5,0%	-5,5%
Marża EBITDA		10,5%	8,9%	9,2%	8,5%	8,8%	8,5%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
Marża EBIT		6,7%	5,6%	6,1%	5,3%	5,6%	5,2%	4,9%	4,7%	4,4%	4,2%
Marża NOPLAT		5,4%	4,6%	4,9%	4,3%	4,5%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%
CAPEX / Przychody		8,1%	4,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja		212,9%	128,4%	101,6%	100,3%	102,1%	101,9%	101,8%	101,7%	101,5%	101,4%
Zmiana KO / Przychody		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-	-	-	-	-

*Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2016 powiększony o 31,5 mln PLN dywidendy.*
***- bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena)*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	82,3%	85,4%	87,9%	89,9%	92,0%	94,1%	96,4%	97,7%	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	17,7%	14,6%	12,1%	10,1%	8,0%	5,9%	3,6%	2,3%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%

BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	14,1	14,9	15,9	17,1	18,8	21,0	24,2	29,3	38,4
	0,8	13,3	14,0	14,9	15,9	17,3	19,1	21,7	25,5	31,9
	0,9	12,6	13,2	13,9	14,9	16,0	17,5	19,6	22,6	27,3
	1,0	11,9	12,5	13,1	13,9	14,9	16,2	17,9	20,3	23,8
	1,1	11,3	11,8	12,4	13,0	13,9	15,0	16,4	18,3	21,1
	1,2	10,7	11,2	11,7	12,3	13,0	13,9	15,1	16,7	18,9
	1,3	10,2	10,6	11,0	11,6	12,2	13,0	14,0	15,3	17,1

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	15,0	15,9	17,0	18,5	20,5	23,2	27,4	34,2	48,0
	4,0%	13,3	14,0	14,9	15,9	17,3	19,1	21,7	25,5	31,9
	5,0%	11,9	12,5	13,1	13,9	14,9	16,2	17,9	20,3	23,8
	6,0%	10,7	11,2	11,7	12,3	13,0	13,9	15,1	16,7	18,9
	7,0%	9,7	10,1	10,5	10,9	11,5	12,2	13,0	14,2	15,6
	8,0%	8,8	9,1	9,4	9,8	10,2	10,8	11,4	12,2	13,2
	9,0%	8,1	8,3	8,5	8,8	9,2	9,6	10,1	10,7	11,4

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 26 lipca 2017 roku.

Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,78 mld PLN, co odpowiada 23,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 21,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z dyskontem do głównych konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
YARA	18,9	13,9	11,2	8,5	6,9	5,8	16,8	12,1	9,5
ACRON	6,8	6,9	7,0	6,0	5,9	5,5	7,1	7,1	6,7
PHOSAGRO	8,8	8,1	7,5	6,4	5,8	5,3	7,7	7,1	6,6
URALKALI	9,6	9,7	-	8,5	8,6	-	11,0	10,5	-
POTASH CORP	28,6	25,7	20,7	12,9	11,4	10,1	24,0	20,0	15,3
MOSAIC	27,0	17,8	14,6	10,7	8,5	7,8	25,1	16,1	13,5
AGRIUM	19,9	16,7	15,2	10,2	9,1	8,4	15,0	12,9	11,9
CF INDUSTRIES	-	74,1	44,7	10,6	7,9	7,4	92,3	26,2	17,0
GRUPA AZOTY	12,5	11,5	9,2	5,7	5,1	4,2	10,6	9,5	7,4
PUŁAWY	11,7	11,5	11,1	5,3	5,0	4,8	8,3	8,1	7,8
MEDIANA	12,5	12,7	11,1	8,5	7,4	5,6	13,0	11,3	8,6
POLICE	11,5	10,9	9,5	6,8	6,4	5,7	10,7	10,2	8,6
Premia/dyskonto do spółki	-8,6%	-14,3%	-14,6%	-19,3%	-13,1%	0,3%	-17,6%	-9,9%	-0,3%
Wycena wg wskaźnika	23,0	24,5	24,6	26,9	24,6	20,9	26,3	23,6	21,1
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**24,0**			**24,2**			**23,7**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**24,0**								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 26.07.2017

WYNIKI 1Q'17

Wyniki 1Q'17 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami i 11% (EBITDA) powyżej konsensusu. W sezonowo najlepszym kwartale w roku spółka wypracowała 84 mln PLN EBITDA (-21% r/r). Wynik w segmencie nawozowym spadł o 37% r/r. EBITDA na poziomie 64 mln PLN to najgorszy wynik od 3 lat jeśli chodzi o pierwszy kwartał. Wytniki spółki zostały w części zneutralizowane wysoką EBITDA w bieli tytanowej, która wyniosła blisko 20 mln PLN vs 2 mln PLN przed rokiem. Był to najlepszy wynik od blisko 5 lat (4Q'12).

CFO wyniósł 26 mln PLN vs -12 mln PLN przed rokiem. CAPEX wyniósł 80 mln PLN vs 43 mln PLN przed rokiem. W rezultacie dług netto wzrósł z 277 mln PLN po 4Q'16 do 334 mln PLN (2,0x EBITDA 12m).

Wybrane dane finansowe 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	różnica	1Q'17P konsens.	różnica
Przychody	686,5	699,3	1,9%	716,6	-2,4%	676,3	3,4%
Wynik brutto na sprzedaży	154,7	128,7	-16,8%	137,1	-6,1%		
EBITDA	106,6	84,2	-21,0%	82,9	1,6%	75,9	11,0%
EBIT	84,5	59,8	-29,2%	60,4	-1,0%	52,8	13,2%
Zysk brutto	84,9	59,4	-30,0%	59,3	0,2%		
Zysk netto	67,5	47,6	-29,5%	48,1	-1,0%	41,8	13,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,5%	18,4%		19,1%		-	
Marża EBITDA	15,5%	12,0%		11,6%		11,2%	
Marża EBIT	12,3%	8,5%		8,4%		7,8%	
Marża zysku netto	9,8%	6,8%		6,7%		6,2%	
P/E 12m		23,2					
EV/EBITDA adj. 12m		9,0					

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Dzięki bieli tytanowej bardzo dobry wynik w 2Q'17 wypracują Police. Już w 1Q'17 spółka miała w tym biznesie ok. 20 mln PLN EBITDA vs 2,4 mln PLN przed rokiem. W 2Q'17 ceny podstawowego surowca do farb ze względu na braki podażowe jeszcze wzrosły, więc w zasięgu może być ok. 30 mln PLN EBITDA. W segmencie nawozowym spółki otoczenie było słabsze niż w azotowych/saletrzanych. Ceny NPK spadły o ok. 11% r/r a DAP utrzymały się na tym samym poziomie. Ceny były porównywalne z 1Q'17, lepsze powinny być wolumeny (oczek. +17% r/r vs +8% r/r w 1Q'17). Dobry wynik spółka będzie zawdzięczać amoniakowi.

Zwracamy uwagę, że 2Q'16 obciążony był zdarzeniami jednorazowymi związany z odpisami na należnościach z senegalskiej AFRIG (34 mln PLN). Oczyszczona EBITDA grupy dzięki gł. bieli i amoniakowi powinna wzrosnąć o ok. 23% r/r.

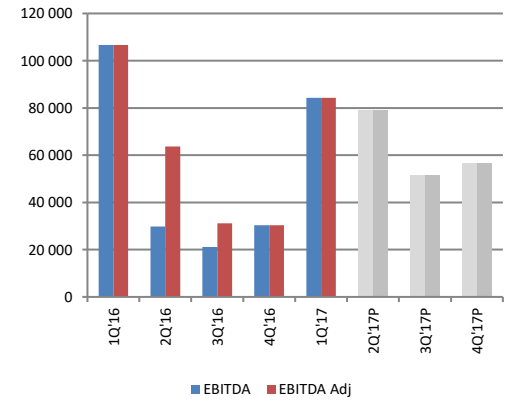
Prognozy wyników na 2Q'2017 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17P	zmiana r/r	1H'16	1H'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	605,1	621,4	2,7%	1 291,6	1 320,7	2,3%	2 417,0	2 570,7	6,4%	3 144,2	22,3%
Wynik brutto na sprzedaży	108,6	129,6	19,3%	263,4	258,3	-1,9%	419,7	472,2	12,5%	511,1	8,2%
EBITDA	29,7	78,8	164,9%	136,4	163,0	19,5%	187,9	271,0	44,2%	279,6	3,2%
EBITDA adj.	63,7	78,8	23,7%	170,3	142,5	-16,4%	231,9	271,0	16,9%	279,6	3,2%
EBIT	7,7	54,3	608,3%	92,2	114,1	23,8%	99,3	173,2	74,4%	176,8	2,1%
Zysk brutto	7,3	53,3	625,9%	92,2	112,8	22,3%	96,6	170,4	76,4%	178,9	5,0%
Zysk netto	17,2	43,2	150,9%	84,7	90,8	7,1%	87,9	137,5	56,4%	144,9	5,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,0%	20,9%		20,4%	19,6%		17,4%	18,4%		16,3%	
Marża EBITDA adj.	10,5%	12,7%		13,2%	10,8%		9,6%	10,5%		8,9%	
Marża EBIT	1,3%	8,7%		7,1%	8,6%		4,1%	6,7%		5,6%	
Marża zysku netto	2,8%	7,0%		6,6%	6,9%		3,6%	5,3%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

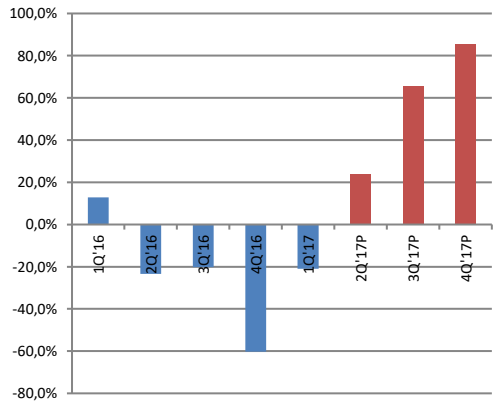
Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska. Wyniki powinien wspierać niższy koszt gazu ziemnego i wyższe ceny kluczowych nawozów w 4Q'17. Biel tytanowa powinna przynajmniej utrzymać kwartalny wynik w okolicach 20-30 mln PLN EBITDA. W obecnej sytuacji rynkowej, obserwując dalsze wzrosty cen bieli (duży popyt przy ograniczonej podaży), uważamy to założenie za dość konserwatywne i spodziewamy się po tej stronie pozytywnych zaskoczeń.

EBITDA i EBITDA oczyszczona w 2-4Q'17P [mln PLN]



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

Dynamika oczyszczonej EBITDA 2-4Q'17P [r/r]



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

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

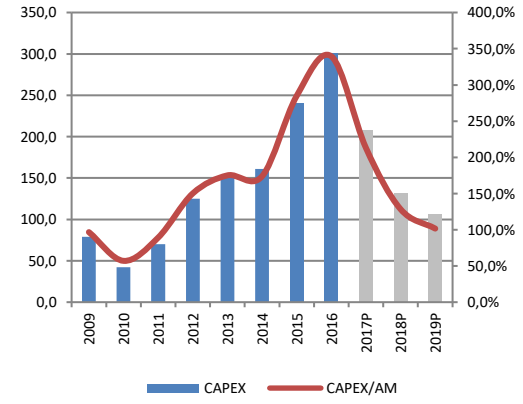
W 2017-2018 roku spółka kończy kluczowe inwestycje środowiskowe (IOS) i efektywnościowe (modernizacja linii amoniaku). Kluczową inwestycją jest projekt PDH (propylen z propanu i następnie polipropylen), dla którego kalkulujemy osobny DCF (pozytywny wpływ na wycenę rzędu 6,9 PLN/akcję). Nie uwzględniamy nakładów na kopalnie fosforytów w Senegalu (brak koncesji wydobywczej), które mogłyby sięgnąć nawet 80 mln USD w perspektywie do 2019 roku. Spółka ma zobowiązanie wydania tam przynajmniej 3 mln USD (w związku z koncesją poszukiwawczą).

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	RAZEM
rozbudowa instalacji odsiarczania gazów pokalcynajcyjnych	8,9	5,0									**5,0**
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	226,0	25,0	40,9	40,0	10,3						**116,2**
Modernizacja instalacji amoniaku	156,9	61,3	82,6	6,8							**150,7**
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego	67,0	2,7	25,0	25,0	14,3						**67,0**
Budowla instalacji do neutralizacji ścieków przemysłowych z TiO2	27,4		12,8	12,8							**25,6**
Modernizacja wału przeciwpowodziowego wokół skł. Fosgipsu	9,5		9,2								**9,2**
IT	3,9		3,9								**3,9**
modernizacja magazynu surowca fosforytów	8,4		8,4								**8,4**
PDH	3 724,0	32,6	56,5	109,0	363,5	908,7	1 272,2	981,4			**3 724,0**
Rozwój logistyki II etap	29,7	8,0	17,3	4,4							**29,7**
Modernizacja turbozespołu TUP-12	16,0		0,6	10,0	5,4						**16,0**
Wymiana suszarni nawozów	12,0			12,0							**12,0**
Senegal III transze	102,8	71,1									**71,1**
Poszukiwanie minerałów**		24,3	23,1								**47,4**
odtworzeniowy, inne		112,9	43,7	97,8	102,9	104,0	104,1	104,1	104,3	104,4	**878,2**
amortyzacja		*84,3*	*88,6*	*97,8*	*102,9*	*104,0*	*104,1*	*104,1*	*104,3*	*104,4*	***894,5***
RAZEM		**342,9**	**323,9**	**317,8**	**496,4**	**1 012,7**	**1 376,3**	**1 085,6**	**104,3**	**104,4**	**5 164,3**
RAZEM bez PDH*		**310,3**	**267,4**	**208,8**	**132,9**	**104,0**	**104,1**	**104,1**	**104,3**	**104,4**	**1 440,3**

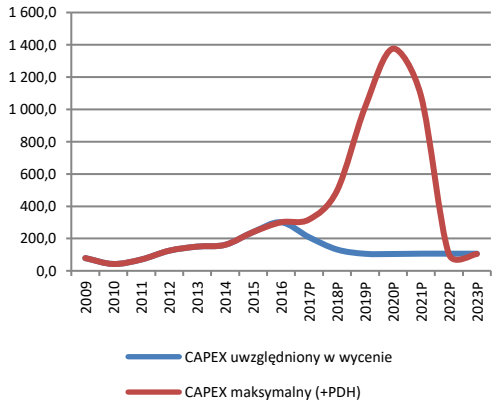
*Źródło: BDM S.A., spółka. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF. **- projekt wstrzymany*

CAPEX historyczny i prognozowany [mln PLN]



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

CAPEX w wersji bazowej i maksymalnej (z PDH) [mln PLN]



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

Aktualizacja inwestycji PDH w Policach

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

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

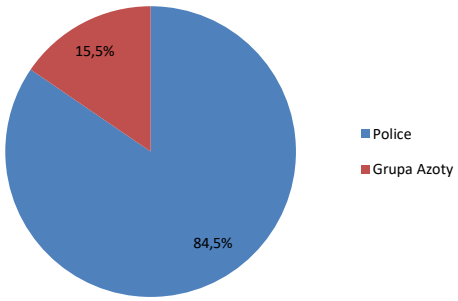
W sprawozdaniu rocznym za 2016 rok spółka informowała, że analizuje wariant inwestycji PDH rozszerzonej o produkcję polipropylenu (końcowy produkt przetwórstwa propylenu, ok. 60% zauzycia propylenu na świecie), co obniży ryzyko inwestycji. Instalacja PDH miałaby rozpocząć funkcjonowanie na początku 2021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

W czerwcu 2017 roku spółka zdecydowała o rozszerzenie projektu PDH o produkcję polipropylenu w wysokości 400 tys. ton (możliwość przerobu całego propylenu na polipropylen). Ostateczne decyzje mają zapaść w 4Q'17. Komunikat nie zawiera więcej szczegółów. Na bazie porównywalnych instalacji szacujemy, że koszt projektu wzrośnie o ok. 280 mln USD czyli o kolejny 1 mld PLN (łącznie ok. 3,7 mld PLN). Niemniej projekt wydaje się generować wyższą wartość (NPV) w tym wariancie (6,9 PLN/akcję Polic vs 5,5 PLN/akcję poprzednio).

Obecnie ponad 70% propylenu wytwarza się w Europie technologią krakingu parowego. Z rafinerii (FCC) pochodzi mniej niż 30% podaży produktu. Zaledwie 3,6% propylenu wytwarza się w technologii PDH (z propanu). Rewolucja łupkowa w USA zdecydowanie zwiększyła dostępność tego surowca obniżając tym samym ceny i zwiększając konkurencyjność technologii. W Polsce największym i jedynym producentem propylenu (FCC) jest Basell Orlen Polyolefins w Płocku (ok. 485 tys. propylenu głównie do produkcji własnego polipropylenu)

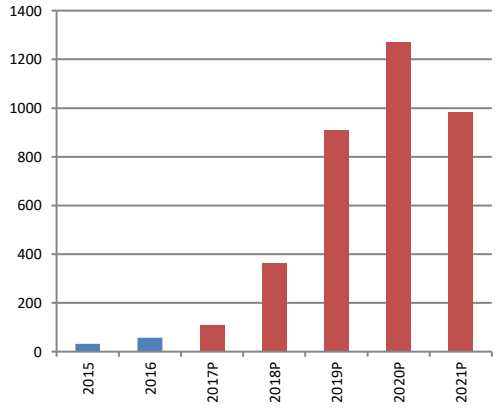
Polipropylen (PP) jest główną pochodną propylenu, stanowiącą ponad 60% konsumpcji tego surowca w Europie Środkowej. Polipropylen jest jednym z dwóch, obok polietylenu, najczęściej stosowanych tworzyw sztucznych.Polipropylen ma bardzo szerokie zastosowanie w branzy gł. w branzy opakowaniowej, budownictwie czy automotive. Szacuje się, że popyt rośnie w tempie ok. 5% rocznie. W Europie brak planów wzrostu mocy PP. Największym i jedynym producentem PP w Polsce jest Basell Orlen Polyolefins (ok. 400 tys. ton PP).

Dotychczasowi udziałowcy PDH Polska



Źródło: BDM S.A. spółka.

Wydatki inwestycyjne PDH Polska [mln PLN]*



*Źródło: BDM S.A. spółka. *- do końca 1Q'17 wydano 103 mln PLN. Budżet PDH obejmuje kwotę 2,7 mld PLN. W naszych założeniach, po rozszerzeniu o polipropylen, przyjęliśmy kwotę ok. 3,7 mld PLN.*

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia kwartalne

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	405,5	403,1	403,1	403,1	403,1	403,1
Pszenica [USD/t]	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	149,0	148,1	148,1	148,1	148,1	148,1
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	50,8	47,4	48,0
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Gaz spot Zeebruge [USD/MMBTU]	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	5,9	5,9	6,6	7,6	7,3	7,5
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	265,0	280,0
DAP [USD/t]	478,3	453,0	455,0	410,0	346,7	331,7	322,3	304,3	339,0	332,7	350,0	370,0
Mocznik [USD/t]	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	210,0	230,0
Amoniak [USD/t]	409,6	392,1	386,7	353,9	269,5	273,6	204,6	186,0	290,0	281,3	300,0	310,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 271,7	2 215,0	2 105,0	2 038,3	1 955,0	1 971,7	2 105,0	2 155,0	2 230,0	2 373,3	2 500,0	2 500,0
AdBlue [USD/t]	94,4	88,9	86,1	79,8	63,8	63,2	58,9	66,6	78,3	61,6	68,3	74,8
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	846,6	949,9	1 025,9	957,2	986,0
Fosforyty [USD/t]	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	97,0	97,0	97,0
Sól potasowa [USD/t]	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	225,3	225,3	225,3
Siarka [USD/t]	167,0	163,7	162,0	145,0	142,0	117,3	105,0	96,0	96,0	93,3	93,3	93,3
Ilmenit [USD/t]	81,7	87,3	87,3	83,0	81,0	98,7	134,3	166,7	248,3	253,3	266,9	266,9
Węgiel [PLN/t]	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,19	4,09	4,19	4,27	4,36	4,37	4,34	4,38	4,33	4,22	4,26	4,29
USD/PLN	3,72	3,69	3,77	3,90	3,96	3,87	3,89	4,07	4,06	3,83	3,74	3,74
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,09	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,14	1,15
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	426,0	353,3	347,0	305,9	349,1	374,1
DAP [PLN/t]	902,5	808,1	848,0	709,2	610,9	572,7	579,9	528,9	661,0	582,1	578,0	617,2
Mocznik [PLN/t]	400,6	361,6	386,7	358,4	215,7	245,0	240,7	344,4	435,6	141,8	238,9	297,6
Amoniak [PLN/t]	331,1	309,5	383,6	327,8	81,9	169,1	-19,0	-96,4	225,6	51,7	163,4	172,5
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	7 057,3	6 351,6	6 246,6	6 230,5	6 082,4	6 046,3	5 953,9	5 531,9	4 139,0	4 742,4	5 273,9	5 330,1
AdBlue [PLN/t]	130,3	117,6	125,8	116,1	70,2	79,7	78,3	114,0	142,3	46,2	77,7	96,8

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

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Przychody	746,1	693,7	600,1	701,8	686,5	605,1	548,5	576,9	699,3	621,4	559,1	690,9
Nawozy	658,9	602,2	527,8	631,4	605,5	506,5	455,3	482,8	598,1	510,1	453,2	602,4
Wieloskładnikowe	441,4	396,0	414,0	428,0	426,0	366,1	335,8	348,4	393,7	388,9	365,2	478,8
NPK	275,4	259,6	289,5	416,3	297,4	262,2	248,0	352,6	283,7	307,0	297,6	386,3
NP&PK&NS	166,1	136,4	124,5	11,7	128,6	103,9	87,8	-4,1	110,0	81,9	67,6	92,5
Mocznik	115,8	94,0	60,3	98,0	101,0	72,2	62,3	78,7	107,3	51,7	69,8	58,1
Pozostałe (gł. amoniak)	101,7	112,2	53,6	105,4	78,5	68,2	57,2	55,7	97,1	69,5	18,2	65,5
Pigmenty (gł. biel)	76,1	79,6	57,2	56,6	71,1	85,4	79,9	71,6	88,9	102,4	95,5	72,3
Pozostałe (gł. AdBlue)	11,1	11,9	15,1	13,8	10,0	13,1	13,4	22,5	12,3	8,9	10,4	16,2
Udział												
Nawozy	88,3%	86,8%	88,0%	90,0%	88,2%	83,7%	83,0%	83,7%	85,5%	82,1%	81,1%	87,2%
Wieloskładnikowe	59,2%	57,1%	69,0%	61,0%	62,1%	60,5%	61,2%	60,4%	56,3%	62,6%	65,3%	69,3%
NPK	36,9%	37,4%	48,2%	59,3%	43,3%	43,3%	45,2%	61,1%	40,6%	49,4%	53,2%	55,9%
NP&PK&NS	22,3%	19,7%	20,7%	1,7%	18,7%	17,2%	16,0%	-0,7%	15,7%	13,2%	12,1%	13,4%
Mocznik	15,5%	13,6%	10,0%	14,0%	14,7%	11,9%	11,4%	13,6%	15,3%	8,3%	12,5%	8,4%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,6%	16,2%	8,9%	15,0%	11,4%	11,3%	10,4%	9,6%	13,9%	11,2%	3,3%	9,5%
Pigmenty (gł. biel)	10,2%	11,5%	9,5%	8,1%	10,4%	14,1%	14,6%	12,4%	12,7%	16,5%	17,1%	10,5%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,5%	1,7%	2,5%	2,0%	1,5%	2,2%	2,4%	3,9%	1,8%	1,4%	1,9%	2,4%
Zmiana r/r	18,1%	12,4%	18,8%	6,5%	-8,0%	-12,8%	-8,6%	-17,8%	1,9%	2,7%	1,9%	19,8%
Nawozy	21,4%	15,5%	26,8%	7,7%	-8,1%	-15,9%	-13,7%	-23,5%	-1,2%	0,7%	-0,5%	24,8%
Wieloskładnikowe	33,4%	20,0%	39,4%	23,0%	-3,5%	-7,5%	-18,9%	-18,6%	-7,6%	6,2%	8,8%	37,4%
NPK	32,4%	14,2%	29,9%	55,0%	8,0%	1,0%	-14,3%	-15,3%	-4,6%	17,1%	20,0%	9,6%
NP&PK&NS	35,0%	32,8%	67,8%	-85,2%	-22,5%	-23,8%	-29,5%	-135,2%	-14,5%	-21,1%	-23,0%	-2347,1%
Mocznik	1,6%	-12,1%	-15,1%	-9,3%	-12,8%	-23,2%	3,4%	-19,7%	6,2%	-28,4%	11,9%	-26,2%
Pozostałe (gł. amoniak)	3,9%	32,9%	11,0%	-19,0%	-22,9%	-39,2%	6,8%	-47,2%	23,8%	1,9%	-68,1%	17,7%
Pigmenty (gł. biel)	-5,2%	-7,4%	-25,1%	-1,0%	-6,6%	7,4%	39,8%	26,4%	25,0%	19,9%	19,6%	0,9%
Pozostałe (gł. AdBlue)	31,7%	21,7%	21,8%	-10,9%	-10,2%	10,1%	-11,6%	63,3%	23,3%	-32,4%	-22,1%	-27,8%
EBIT	70,7	64,9	18,1	55,4	84,5	7,7	-1,4	8,6	59,8	53,9	26,8	31,7
Nawozy	73,0	64,2	21,8	57,8	86,1	3,4	-8,2	-2,0	46,0	35,5	10,1	12,6
Pigmenty	-3,0	-0,3	-3,6	-6,8	-2,1	3,3	5,0	7,4	14,8	23,2	20,9	21,4
Pozostałe	0,7	1,0	-0,1	4,5	0,5	0,9	1,8	3,1	-1,0	-4,7	-4,2	-2,3
Marża EBIT Adj.	9,2%	9,3%	3,1%	7,8%	12,2%	3,3%	4,0%	-0,5%	8,4%	9,2%	5,6%	5,2%
Nawozy	11,1%	10,6%	4,2%	9,1%	14,2%	2,7%	3,4%	-2,7%	7,6%	7,6%	3,2%	2,8%
Pigmenty	-4,1%	-0,6%	-6,6%	-13,6%	-3,2%	3,8%	5,9%	9,0%	16,4%	22,6%	21,9%	29,6%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	446,0	379,0	351,0	444,0	418,0	371,5	337,4	408,9	460,4	439,1	371,2	454,9
Wieloskładnikowe	295,0	255,0	270,0	310,0	280,0	264,5	248,4	303,2	296,8	312,0	273,2	338,7
NPK	195,6	207,2	224,3	246,0	201,8	210,3	204,9	251,5	222,8	252,4	225,3	276,7
NP&PK&NS	99,5	47,8	45,7	64,0	78,2	54,2	43,5	51,7	74,0	59,6	47,9	62,0
Mocznik	97,0	68,0	61,0	74,0	90,0	60,0	75,0	57,0	101,7	66,0	82,5	62,7
Pozostałe (gł. amoniak)	54,0	56,0	20,0	60,0	48,0	47,0	14,0	48,7	61,9	61,1	15,4	53,6
Pigmenty (gł. biel)	9,4	10,0	7,0	7,1	9,1	10,8	9,9	8,5	10,2	11,3	9,9	7,5
Pozostałe (gł. AdBlue)	22,1	25,3	32,6	31,0	27,6	37,5	40,8	58,1	27,0	37,5	40,8	58,1
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	295,0	255,0	270,0	310,0	280,0	264,5	248,4	303,2	296,8	312,0	273,2	338,7
Produkcja TiO2 [tys. ton]	9,4	10,0	7,0	7,1	9,1	10,8	9,9	7,1	10,9	11,3	9,9	7,5
Produkcja NH3 [tys. ton]	149,5	125,1	87,2	140,0	136,3	115,4	88,9	121,7	157,4	137,2	97,0	133,9
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	105,4	84,6	88,8	103,9	97,3	88,6	81,9	99,7	101,6	103,7	90,1	112,1
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	210,8	169,3	177,5	207,8	194,6	177,1	163,8	199,5	203,2	207,4	180,2	224,3
Produkcja U [tys. ton]	104,2	76,2	71,6	84,1	99,0	72,2	88,3	75,9	110,5	78,2	95,8	81,6

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

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	507,4	436,2	458,6	536,5	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9
Pszenica [USD/t]	186,4	160,3	168,5	197,1	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	53,7	45,0	50,4	49,6	50,9	52,1	53,4	54,7	55,9	56,6	56,6	56,6
Gaz Henry Hub [USD/MMBTU]	2,6	2,6	3,2	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Gaz spot Zeebruge [USD/MMBTU]	6,4	4,6	5,3	5,5	5,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Gaz taryfa Polska [USD/MMBTU]	8,4	6,3	7,2	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	322,7	263,7	254,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	449,1	326,3	347,9	400,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0	430,0
Mocznik [USD/t]	268,7	194,3	217,7	250,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
Amoniak [USD/t]	385,6	233,4	295,3	320,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 157,5	2 046,7	2 400,8	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
AdBlue [USD/t]	86,7	63,7	70,7	81,3	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Cena benchmarkowych surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 114,6	883,7	979,8	946,4	940,7	944,8	937,5	952,1	966,2	966,2	966,2	966,2
Fosforyty [USD/t]	127,5	100,2	96,5	121,2	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3
Sól potasowa [USD/t]	298,5	235,3	223,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka [USD/t]	159,4	115,1	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0	94,0
Ilmenit [USD/t]	84,8	120,2	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8	258,8
Węgiel [PLN/t]	246,3	234,0	252,7	278,0	283,6	289,2	295,0	300,9	306,9	313,1	319,3	325,7
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	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	4,36	4,27	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38
USD/PLN	3,77	3,95	3,84	3,75	3,66	3,59	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51
EUR/USD	1,11	1,11	1,11	1,17	1,20	1,22	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Teoretyczne marże												
Nawozy												
NPK [PLN/t]	468,8	431,1	379,6	449,7	475,0	459,8	447,5	444,6	441,8	441,8	441,8	441,8
DAP [PLN/t]	817,0	575,1	635,6	695,5	743,3	721,8	703,7	700,5	697,4	697,4	697,4	697,4
Mocznik [PLN/t]	376,8	262,7	278,0	397,2	489,9	465,3	448,2	439,9	431,9	431,9	431,9	431,9
Amoniak [PLN/t]	338,0	37,4	155,1	252,5	268,6	238,3	220,5	206,0	191,8	191,8	191,8	191,8
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [PLN/t]	6 471,5	5 910,8	4 869,5	5 699,4	5 814,3	5 925,5	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2	6 032,2
AdBlue [PLN/t]	122,5	87,7	90,3	129,1	159,2	151,2	145,7	143,0	140,4	140,4	140,4	140,4

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	2 741,7	2 417,0	2 570,7	3 144,2	3 301,9	3 260,8	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3
Nawozy	2 420,3	2 050,0	2 163,8	2 700,0	2 853,0	2 813,0	2 774,6	2 774,6	2 774,6	2 774,6	2 774,6	2 774,6
Wieloskładnikowe	1 679,4	1 476,3	1 626,6	1 905,5	2 015,5	1 998,5	1 982,2	1 982,2	1 982,2	1 982,2	1 982,2	1 982,2
NPK	1 240,7	1 160,2	1 274,5	1 491,3	1 552,7	1 519,1	1 486,9	1 486,9	1 486,9	1 486,9	1 486,9	1 486,9
NP&PK&NS	438,7	316,2	352,1	414,2	462,8	479,4	495,3	495,3	495,3	495,3	495,3	495,3
Mocznik	368,1	314,2	286,8	472,4	517,5	506,3	495,5	495,5	495,5	495,5	495,5	495,5
Pozostałe (gł. amoniak)	372,8	259,5	250,4	322,1	320,0	308,2	296,9	296,9	296,9	296,9	296,9	296,9
Pigmenty (gł. biel)	269,5	308,0	359,1	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5	394,5
Pozostałe (gł. AdBlue)	51,9	58,9	47,8	49,8	54,5	53,3	52,2	52,2	52,2	52,2	52,2	52,2
Udział												
Nawozy	88,3%	84,8%	84,2%	85,9%	86,4%	86,3%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%
Wieloskładnikowe	61,3%	61,1%	63,3%	60,6%	61,0%	61,3%	61,5%	61,5%	61,5%	61,5%	61,5%	61,5%
NPK	45,3%	48,0%	49,6%	47,4%	47,0%	46,6%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%
NP&PK&NS	16,0%	13,1%	13,7%	13,2%	14,0%	14,7%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Mocznik	13,4%	13,0%	11,2%	15,0%	15,7%	15,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,6%	10,7%	9,7%	10,2%	9,7%	9,5%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Pigmenty (gł. biel)	9,8%	12,7%	14,0%	12,5%	11,9%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,9%	2,4%	1,9%	1,6%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Zmiana r/r	13,6%	-11,8%	6,4%	22,3%	5,0%	-1,2%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	17,1%	-15,3%	5,5%	24,8%	5,7%	-1,4%	-1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	28,6%	-12,1%	10,2%	17,1%	5,8%	-0,8%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	33,9%	-6,5%	9,9%	17,0%	4,1%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	15,7%	-27,9%	11,3%	17,7%	11,7%	3,6%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	-8,0%	-14,6%	-8,7%	64,7%	9,6%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	3,4%	-30,4%	-3,5%	28,7%	-0,7%	-3,7%	-3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	-10,1%	14,3%	16,6%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	12,6%	13,6%	-18,9%	4,1%	9,6%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	209,2	99,3	172,2	176,8	199,9	173,4	179,0	168,6	158,0	150,7	143,1	135,2
Nawozy	216,8	79,3	104,1	89,6	104,5	85,6	95,5	88,0	80,4	75,0	69,5	63,7
Pigmenty	-13,7	13,6	80,3	90,5	97,9	91,7	88,2	86,1	83,9	82,5	81,0	79,5
Pozostałe	6,1	6,4	-12,2	-3,3	-2,5	-3,8	-4,7	-5,5	-6,2	-6,8	-7,4	-8,0
Marża EBIT Adj.	7,5%	5,1%	7,1%	6,2%	6,6%	5,9%	5,6%	5,2%	4,9%	4,7%	4,4%	4,2%
Nawozy	8,9%	5,0%	5,4%	4,0%	4,3%	3,8%	3,4%	3,2%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%
Pigmenty	-5,6%	3,9%	22,3%	22,9%	24,8%	23,2%	22,4%	21,8%	21,3%	20,9%	20,5%	20,2%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1620	1536	1726	1834	1846	1859	1871	1871	1871	1871	1871	1871
Wieloskładnikowe	1130	1096	1221	1256	1272	1288	1304	1304	1304	1304	1304	1304
NPK	873	869	977	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
NP&PK&NS	257	228	243	256	272	288	304	304	304	304	304	304
Mocznik	300	282	313	347	347	347	347	347	347	347	347	347
Pozostałe (gł. amoniak)	190	158	192	231	227	224	220	220	220	220	220	220
Pigmenty (gł. biel)	34	38	39	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	111	164	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	1 127,8	1 096,1	1 220,7	1 256,0	1 272,0	1 288,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0
wykorzystanie mocy	85,4%	83,0%	92,5%	95,2%	96,4%	97,6%	98,8%	98,8%	98,8%	98,8%	98,8%	98,8%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	31,7	36,9	39,6	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
wykorzystanie mocy	90,0%	79,3%	92,3%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	517,7	462,3	525,5	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	92%	83%	89%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	358,0	367,5	407,6	420,3	427,8	435,4	442,9	442,9	442,9	442,9	442,9	442,9
wykorzystanie mocy	75%	77%	85%	88%	89%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	701,7	735,0	815,2	840,6	855,7	870,7	885,8	885,8	885,8	885,8	885,8	885,8
wykorzystanie mocy	69%	72%	80%	82%	84%	85%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
Produkcja U [tys. ton]	336,1	335,3	366,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
wykorzystanie mocy	84%	84%	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

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]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 243,0	1 483,9	1 594,3	1 623,5	1 625,2	1 625,5	1 627,6	1 629,6	1 631,5	1 633,2	1 634,9	1 636,4
Wartości niematerialne i prawne	76,0	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8
Rzeczowe aktywa trwałe	1 059,4	1 293,0	1 403,5	1 432,7	1 434,3	1 434,6	1 436,8	1 438,8	1 440,7	1 442,4	1 444,0	1 445,5
Aktywa obrotowe	658,5	575,9	620,0	725,7	783,0	771,3	776,5	778,7	771,5	790,8	783,0	828,1
Zapasy	301,0	235,0	249,9	305,7	321,0	317,0	313,2	313,2	313,2	313,2	313,2	313,2
Należności krótkoterminowe	215,7	194,4	206,7	252,8	265,5	262,2	259,0	259,0	259,0	259,0	259,0	259,0
Inwestycje krótkoterminowe	104,8	108,6	125,3	129,2	158,5	154,1	166,3	168,5	161,3	180,6	172,8	217,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	95,1	95,6	112,3	116,2	145,5	141,1	153,3	155,5	148,3	167,6	159,8	204,9
Aktywa razem	1 901,4	2 059,8	2 214,3	2 349,2	2 408,2	2 396,8	2 404,1	2 408,3	2 403,0	2 424,0	2 417,8	2 464,4
Kapitał (fundusz) własny	1 011,1	1 095,7	1 201,6	1 277,8	1 356,8	1 403,2	1 468,0	1 522,3	1 573,7	1 624,7	1 673,8	1 720,5
Kapitał (fundusz) podstawowy	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	104,4	260,2	316,5	385,3	443,2	509,6	568,0	629,0	687,2	742,8	796,5	848,4
Zysk (strata) netto okresu	158,5	87,9	137,5	144,9	165,9	146,0	152,4	145,7	138,8	134,3	129,8	124,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	898,2	985,7	1 034,9	1 093,7	1 073,7	1 015,8	958,3	908,3	851,6	821,6	766,2	766,2
Rezerwy na zobowiązania	119,1	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0	127,0
Zobowiązania długoterminowe	234,0	313,3	283,3	253,3	223,3	193,3	163,3	133,3	103,3	73,3	18,0	18,0
-oprocentowane	214,6	295,4	265,4	235,4	205,4	175,4	145,4	115,4	85,4	55,4	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	545,0	545,4	624,5	713,4	723,3	695,5	668,0	648,0	621,2	621,2	621,2	621,2
-oprocentowane	94,5	76,8	126,8	106,8	86,8	66,8	46,8	26,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 901,4	2 059,8	2 214,3	2 349,2	2 408,2	2 396,8	2 404,1	2 408,3	2 403,0	2 424,0	2 417,8	2 464,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	2 741,0	2 417,0	2 570,7	3 144,2	3 301,9	3 260,8	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3	3 221,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 252,6	1 997,3	2 098,5	2 633,1	2 756,7	2 739,1	2 711,9	2 718,4	2 725,0	2 728,4	2 731,9	2 735,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	488,5	419,7	472,2	511,1	545,3	521,7	509,3	502,8	496,2	492,9	489,4	485,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	282,2	296,8	287,9	316,0	326,3	328,3	330,4	334,2	338,2	342,2	346,3	350,5
Zysk (strata) na sprzedaży	206,2	122,9	184,3	195,2	218,9	193,4	179,0	168,6	158,0	150,7	143,1	135,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-7,3	-23,6	-11,1	-18,4	-19,0	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	283,2	187,9	271,0	279,6	303,9	277,5	283,1	272,9	262,5	255,3	247,8	240,0
EBIT	198,9	99,3	173,2	176,8	199,9	173,4	179,0	168,6	158,0	150,7	143,1	135,2
Saldo działalności finansowej	-16,7	-14,6	-15,1	-10,2	-7,3	-5,5	-3,1	-1,0	1,0	2,8	4,8	6,1
Zysk (strata) brutto	193,1	96,6	170,4	178,9	204,9	180,3	188,2	179,8	171,4	165,8	160,2	153,7
Zysk (strata) netto	158,5	87,9	137,5	144,9	165,9	146,0	152,4	145,7	138,8	134,3	129,8	124,5

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	358,6	260,0	251,5	264,9	279,2	255,0	259,2	251,0	242,2	236,1	229,7	223,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-325,3	-312,9	-205,9	-128,6	-101,3	-100,1	-101,7	-101,6	-101,9	-101,3	-101,5	-100,2
Przepływy z działalności finansowej	7,0	52,9	-28,9	-132,4	-148,6	-159,2	-145,3	-147,1	-147,6	-115,5	-136,0	-77,9
Przepływy pieniężne netto	40,4	0,0	16,7	3,9	29,2	-4,3	12,2	2,2	-7,2	19,3	-7,8	45,1
Środki pieniężne na początek okresu	55,0	95,1	95,6	112,3	116,2	145,5	141,1	153,3	155,5	148,3	167,6	159,8
Środki pieniężne na koniec okresu	95,1	95,6	112,3	116,2	145,5	141,1	153,3	155,5	148,3	167,6	159,8	204,9

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-11,8%	6,4%	22,3%	5,0%	-1,2%	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-33,7%	44,2%	3,2%	8,7%	-8,7%	2,0%	-3,6%	-3,8%	-2,7%	-2,9%	-3,1%
EBIT zmiana r/r	-50,1%	74,4%	2,1%	13,1%	-13,2%	3,2%	-5,8%	-6,2%	-4,6%	-5,0%	-5,5%
Zysk netto zmiana r/r	-44,5%	56,4%	5,4%	14,5%	-12,0%	4,4%	-4,4%	-4,7%	-3,2%	-3,4%	-4,1%
Marża brutto na sprzedaży	17,4%	18,4%	16,3%	16,5%	16,0%	15,8%	15,6%	15,4%	15,3%	15,2%	15,1%
Marża EBITDA	7,8%	10,5%	8,9%	9,2%	8,5%	8,8%	8,5%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
Marża EBIT	4,1%	6,7%	5,6%	6,1%	5,3%	5,6%	5,2%	4,9%	4,7%	4,4%	4,2%
Marża brutto	4,0%	6,6%	5,7%	6,2%	5,5%	5,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%
Marża netto	3,6%	5,3%	4,6%	5,0%	4,5%	4,7%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%
COGS / przychody	82,6%	81,6%	83,7%	83,5%	84,0%	84,2%	84,4%	84,6%	84,7%	84,8%	84,9%
SG&A / przychody	12,3%	11,2%	10,0%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,8%	10,9%
SG&A / COGS	14,9%	13,7%	12,0%	11,8%	12,0%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%
ROE	8,0%	11,4%	11,3%	12,2%	10,4%	10,4%	9,6%	8,8%	8,3%	7,8%	7,2%
ROA	4,3%	6,2%	6,2%	6,9%	6,1%	6,3%	6,0%	5,8%	5,5%	5,4%	5,1%
Dług	372,1	392,1	342,1	292,1	242,1	192,1	142,1	85,4	55,4	0,0	0,0
D / (D+E)	26,9%	26,4%	22,2%	18,6%	15,1%	12,0%	8,8%	5,3%	3,4%	0,0%	0,0%
D / E	18,1%	17,7%	14,6%	12,1%	10,1%	8,0%	5,9%	3,6%	2,3%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	34,0%	32,6%	26,8%	21,5%	17,3%	13,1%	9,3%	5,4%	3,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	276,5	279,8	225,9	146,7	101,0	38,8	-13,4	-62,9	-112,2	-159,8	-204,9
Dług netto / kapitał własny	25,2%	23,3%	17,7%	10,8%	7,2%	2,6%	-0,9%	-4,0%	-6,9%	-9,5%	-11,9%
Dług netto / EBITDA	1,5	1,0	0,8	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9
Dług netto / EBIT	2,8	1,6	1,3	0,7	0,6	0,2	-0,1	-0,4	-0,7	-1,1	-1,5
EV	1 866,5	1 869,8	1 815,9	1 736,7	1 691,0	1 628,8	1 576,6	1 527,1	1 477,8	1 430,2	1 385,1
Dług / EV	19,9%	21,0%	18,8%	16,8%	14,3%	11,8%	9,0%	5,6%	3,7%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	11,0%	8,6%	5,1%	3,4%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	339,5%	212,9%	128,4%	101,6%	100,3%	102,1%	101,9%	101,8%	101,7%	101,5%	101,4%
Amortyzacja / Przychody	3,2%	4,0%	4,0%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%
Zmiana KO / Przychody	-4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	36,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-	-	-	-	-

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	17,9	11,5	10,9	9,5	10,8	10,3	10,8	11,3	11,7	12,1	12,7
P/BV*	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/CE*	8,9	6,7	6,4	5,8	6,3	6,1	6,3	6,5	6,6	6,7	6,9
EV/EBITDA*	9,9	6,8	6,4	5,7	6,0	5,7	5,7	5,8	5,7	5,7	5,7
EV/EBIT*	18,6	10,7	10,2	8,6	9,7	9,0	9,3	9,6	9,7	9,9	10,1
EV/S*	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	14,6	16,0	17,0	18,1	18,7	19,6	20,3	21,0	21,7	22,3	22,9
EPS	1,2	1,8	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7
CEPS	2,4	3,1	3,3	3,6	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1
FCFPS	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0
DPS wpkresie	0,00	0,42	0,92	1,16	1,33	1,17	1,22	1,17	1,11	1,07	1,04
Payout ratio	0,0%	35,8%	50,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 21,0 PLN*

Dom Maklerski BDM S.A.

PUŁAWY

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 226 PLN

28 LIPIEC 2017, 08:35 CEST

Obecnie spółka korzysta z bardzo dobrej koniunktury w obszarze kaprolaktamu i melaminy, gdzie otoczenie było jeszcze lepsze w 2Q'17 q/q. Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska, a przy oczekiwanej poprawie w segmencie nawozowym spółka powinna utrzymać dwucyfrową dynamikę wzrostu EBITDA (szczególnie w 4Q'17). Zwracamy ponadto uwagę na niską wycenę rynkową, z blisko 20% dyskontem do Grupy Azoty i Polic, silny bilans czy elastyczny i doinwestowany majątek produkcyjny. Decydujemy się podnieść zalecenie dla spółki z akumuluj do KUPUJ ustalając jednocześnie cenę docelową na 226 PLN/akcję.

W 2Q'17 Puławy korzystały z dobrego otoczenia w tworzywach (kaprolaktam) i chemii (melamina, mocznik techniczny). Spółka słynie z tego, że potrafi wykorzystać koniunkturę tam, gdzie ona jest najlepsza, przekierowując wolumeny sprzedaży z nawozów. Liczymy na wzrost skonsolidowanej EBITDA grupy o ponad 20% r/r, co pozwoli odrobić utraconą marżę w 1Q'17. Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska.

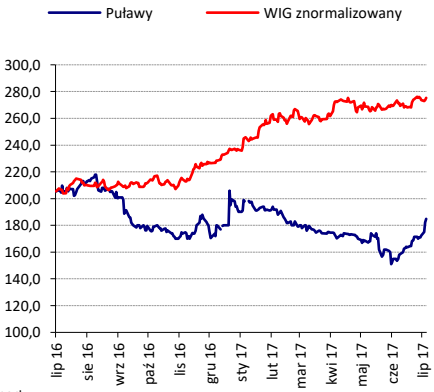
W perspektywnie do końca 2017 roku widzimy największy potencjał odbicia cen nawozów azotowych typu mocznik/RSM (powyżej 20% vs średnia 2Q'17), porównując ich relację z cenami zbóż. Największe ryzyko to wzrost globalnej podaży. W latach 2017-2019 powstać ma ponad 14 mln ton nowych mocy mocznika, z czego ponad 8 mln ton w 2017 roku. Zwracamy jednak uwagę, że bilans ten nie obejmuje Chin, gdzie w ostatnim czasie instalacje są zamykane.

Chiny stanowią >40% globalnej produkcji/konsumpcji mocznika na świecie. Są zdecydowanie największym eksporterem. To od sytuacji na tym rynku zależą globalne ceny. Wg naszych obliczeń obecnie koszty produkcji mocznika (z węgla/antracytu skąd pochodzi > 80% wolumenów) łącznie z transportem (ok. 30 USD/t) i cłem do Europy (0%) to ok. 270 USD/t przy cenie mocznika w Europie <200 USD/t.

Główny program inwestycyjny spółka zrealizowała w latach 2011-2013. Obecnie skupia się na inwestycji w granulację mechaniczną nawozów i rozpoczyna projekt nowej linii kwasu azotowego wraz z modernizacją starszych 4 jednostek. Spółka zaniechała w kwietniu'17 projekt gazowej EC400 zastępując go węglową EC90. Z uwagi na brak szczegółów nie uwzględniamy tego projektu w wycenie. Potencjalne, duże wydatki inwestycyjne (całość szacujemy na 1,45 mld PLN) mogą pojawić się dopiero po 2020 roku. Do tego czasu wydatki inwestycyjne powinny mieścić się w granicach 350-400 mln PLN, co przy EBITDA rzędu 500-600 mln PLN rocznie umożliwi generację wysokich FCF i kontynuację hojnej polityki dywidendowej.

Wycena DCF [PLN]	222
Wycena porównawcza [PLN]	231
Wycena końcowa [PLN]	**226**
Potencjał do wzrostu / spadku	**22,2%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	185
Kapitalizacja [mln PLN]	3 536,3
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	198
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	151
Stopa zwrotu za 3 mc	7,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	3,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	3 664,5	3 814,0	3 347,6	3 379,0	3 559,1	3 673,0
EBITDA [mln PLN]	393,9	662,3	489,6	539,1	579,2	608,5
EBIT [mln PLN]	245,6	497,1	302,8	342,6	362,6	376,6
Wynik netto [mln PLN]	224,5	450,9	272,1	302,3	308,6	319,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
P/E	15,8	7,8	13,0	11,7	11,5	11,1
EV/EBITDA	8,2	4,3	5,7	5,3	5,0	4,8
EV/EBIT	13,1	5,7	9,2	8,3	8,1	7,8



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 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 222 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 231 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 226 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	222
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	231
Wycena spółki [PLN]	**226**	

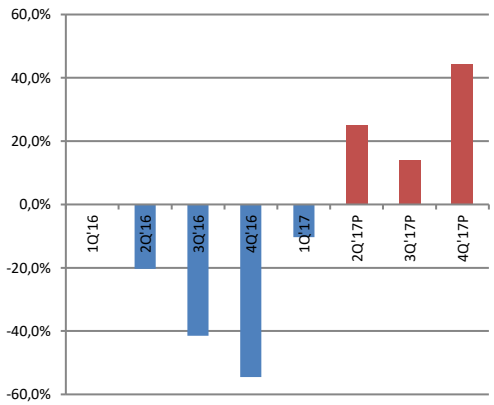
Źródło: BDM S.A.

Podnosimy rekomendację dla Puław z akumuluj do KUPUJ wskazując na:

- oczekiwane bardzo dobre wyniki 2Q'17 i 2H'17 (niska baza);
- mocną koniunkturę w segmencie chemicznym (kaprolaktam i melamina);
- wycenę rynkową z istotnym dyskontem do Grupy Azoty i Polic (>10% EV/EBITDA) i spółek porównawczych (>30% EV/EBITDA);
- relatywnie wyższy potencjał wzrostu cen nawozów azotowych niż fosforowych/potasowych (ponad 20% dla mocznika i 10-20% dla NPK/DAP w perspektywie końca 2017 roku);
- silny bilans (670 mln PLN gotówki netto w 1Q'17), mniejszy program inwestycyjny i wysoką generację FCF (>10% kapitalizacji od 2021 roku);
- hojną politykę dywidendy (DY w ostatnich latach >5%);
- relatywnie doinwestowany i elastyczny majatek produkcyjny;

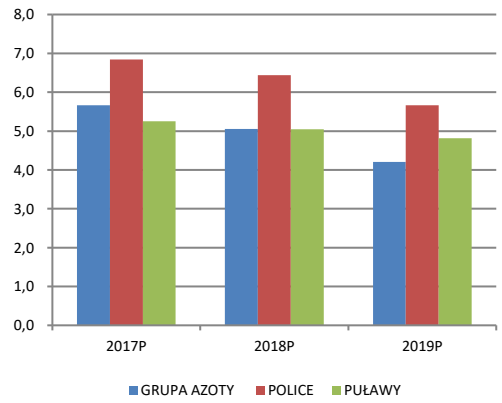
Z drugiej strony silny bilans spółki może stanowić pokusę dla dominującego akcjonariusza, a niski free float (zaledwie 4%) nie zachęca do inwestycji inwestorów portfelowych.

Dynamika EBITDA 1Q'16-4Q'17P [r/r]



Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozowana EV/EBITDA Puław na tle Grupy Azoty i Polic



Źródło: BDM S.A., Spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko dalszego spadku cen nawozów**

  Z obecnych poziomów nie spodziewamy się dalszego spadku cen nawozów. Oczekujemy ich systematycznego odbicia od 3Q'17 zwracając uwagę na silniejszy rynek płodów rolnych. Przy oczekiwanej globalnej nadpodaży, głównie nawozów azotowych, założenia te mogą okazać się jednak zbyt optymistyczne.

- **Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej**

  Spółka zrazygnowała z gazowej EC400 kosztem węglowej EC90, co odebraliśmy pozytywnie. Obecnie realizowane sa 2 inwestycje zwiększające moce produkcyjne nawozów (granulacja mechaniczna+NKW). Przy silnym bilansie (600-700 mln PLN) możliwe jest zaangażowanie w inne projekty inwestycyjne, których nie zakładamy.

- **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. Pierwsze moce weszły na rynek w 2016 roku. Do 2019 roku będzie to nawet do 5 mln ton mocznika.

- **Ryzyko dostaw gazu**

  Spółka jest największym konsumentem gazu w Grupie Azoty. Istnieje ryzyko czasowych braków dostaw kluczowego surowca, co może mieć negatywny wpływ na produkcję nawozów.

- **Ryzyko rynku kaprolaktamu**

  Dotychczas Chiny były największym światowym importerem kaprolaktamu, ale plan rozbudowy mocy produkcyjnych tamtejszych firm zmianił układ sił, przez co spółka utraciła jeden z głównych rynków zbytu. Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych sięga tam ok. 80%. Niemniej w Tarnowie trwa inwestycja w Poliamid 6 (koniec 3Q'17), co zapewni zbyt 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'17 spółka miała ok. 670 mln PLN gotówki netto i me relatywnie mniejszy program inwestycyjny w najblizszych latach. 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.

- **Ryzyko emisji akcji**

  Grupa Azoty z uwagi na potrzeby kapitałowe, niski free float (4,0%) 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 2016 roku w spółce pracowało 4,6 tys. ludzi z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 14% 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, 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 67-72):

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

- **CAPEX**

  Zaktualizowaliśmy program inwestycyjny (osobny rozdział). Na 2017 rok zarząd sygnalizował wydatki na poziomie 400 mln PLN wobec 260 mln PLN w 2016 roku. Największe inwestycje to granulacja mechaniczna i nowy kwas azotowy.

- **ETS III**

  Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 6 EUR/EUA (bez zmian), co będzie generować koszty rzędu 35-45 mln PLN. Po 2020 roku nie zakładamy dalszego mechanizmu.

- **Dywidenda**

  Z zysku za 2016 rok spółka wypłaciła 164 mln PLN dywidendy (DPS 8,58 PLN, ok. 60% zysku netto, DY ok. 5,0%). Rekomendacja zarządu wynosiła tylko 6,2 PLN/akcję dywidendy. Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2018-2019 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła 60% (DY 6-7%) a po zakończeniu kluczowych inwestycji (w 2021 roku) 100% (DY 9-12%).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2017-2026 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 27 lipca 2017.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 222 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 347,6	3 379,0	3 559,1	3 673,0	3 647,5	3 671,6	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8
EBIT [mln PLN]	302,8	342,6	362,6	376,6	352,0	458,7	481,1	479,6	481,9	487,1	492,4
Stopa podatkowa	17%	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	50,2	59,2	68,9	71,5	66,9	87,1	91,4	91,1	91,6	92,6	93,6
NOPLAT [mln PLN]	252,6	283,4	293,7	305,0	285,1	371,5	389,7	388,4	390,4	394,6	398,9
Amortyzacja [mln PLN]	186,8	198,1	216,6	232,0	242,7	247,9	248,5	248,9	249,3	249,6	249,9
CAPEX [mln PLN]	-256,2	-405,5	-427,1	-367,3	-350,2	-257,0	-253,1	-253,1	-253,1	-253,1	-253,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	82,0	16,1	-10,6	-6,7	1,5	-1,4	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	265,2	92,1	72,7	163,0	179,2	361,0	382,0	384,2	386,5	391,0	395,6
DFCF [mln PLN]		88,7	64,2	132,1	133,2	246,3	239,1	220,6	203,6	189,0	175,4
Suma DFCF [mln PLN]		1 692,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		4 396,0		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*0,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 949,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		3 641,1									
Dług netto [mln PLN]*		-593,4									
Wartość kapitału [mln PLN]		**4 234,5**									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]**		**221,5**									

Przychody zmiana r/r	0,9%	5,3%	3,2%	-0,7%	0,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	13,1%	5,8%	3,8%	-6,5%	30,3%	4,9%	-0,3%	0,5%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	-65,3%	-21,1%	124,3%	9,9%	101,5%	5,8%	0,6%	0,6%	1,2%	1,2%
Marża EBITDA	16,0%	16,3%	16,6%	16,3%	19,2%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	19,9%
Marża EBIT	10,1%	10,2%	10,3%	9,6%	12,5%	12,9%	12,9%	12,9%	13,1%	13,2%
Marża NOPLAT	8,4%	8,3%	8,3%	7,8%	10,1%	10,5%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%
CAPEX / Przychody	12,0%	12,0%	10,0%	9,6%	7,0%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	204,7%	197,2%	158,3%	144,3%	103,7%	101,9%	101,7%	101,6%	101,4%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-51,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. DN z końca 2016 roku powiększony o wypłatę dywidendy 164 mln PLN
***- bez uwzględniania EC90*

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	4,6%	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								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	223,4	234,7	248,6	266,2	289,3	320,7	366,2	437,6	566,0
	0,8	212,6	222,4	234,4	249,4	268,7	294,5	330,5	384,6	474,7
	0,9	202,7	211,3	221,8	234,6	250,9	272,3	301,4	343,4	409,4
	1,0	193,7	201,3	210,4	221,5	235,4	253,3	277,1	310,4	360,5
	1,1	185,5	192,2	200,2	209,8	221,8	236,9	256,6	283,5	322,4
	1,2	178,0	183,9	190,9	199,4	209,6	222,5	239,0	261,1	292,0
	1,3	171,0	176,3	182,5	189,9	198,8	209,9	223,9	242,1	267,1

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	235,4	248,4	264,6	285,5	313,3	352,3	410,8	508,2	703,1
	4,0%	212,6	222,4	234,4	249,4	268,7	294,5	330,5	384,6	474,7
	5,0%	193,7	201,3	210,4	221,5	235,4	253,3	277,1	310,4	360,5
	6,0%	178,0	183,9	190,9	199,4	209,6	222,5	239,0	261,1	292,0
	7,0%	164,6	169,3	174,8	181,3	189,1	198,7	210,6	225,9	246,3
	8,0%	153,2	157,0	161,3	166,4	172,5	179,7	188,5	199,6	213,8
	9,0%	143,3	146,3	149,8	153,9	158,6	164,2	170,9	179,1	189,4

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	328,3	312,7	298,5	285,5	273,6	262,7	252,6	243,3	234,6
	4,0%	294,0	277,5	262,7	249,4	237,4	226,6	216,7	207,7	199,4
	5,0%	266,2	249,4	234,6	221,5	209,8	199,4	189,9	181,3	173,5
	6,0%	243,3	226,6	212,1	199,4	188,1	178,1	169,2	161,2	153,9
	7,0%	224,0	207,7	193,6	181,3	170,6	161,2	152,8	145,3	138,5
	8,0%	207,7	191,7	178,1	166,4	156,2	147,3	139,4	132,4	126,1
	9,0%	193,6	178,1	165,1	153,9	144,2	135,8	128,4	121,9	116,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 26 lipca 2017 roku.

Porównując wyniki Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,4 mld PLN, co odpowiada 231 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 185 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z istotnym dyskontem do konkurentów.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**
YARA	18,9	13,9	11,2	8,5	6,9	5,8	16,8	12,1	9,5
ACRON	6,8	6,9	7,0	6,0	5,9	5,5	7,1	7,1	6,7
PHOSAGRO	8,8	8,1	7,5	6,4	5,8	5,3	7,7	7,1	6,6
URALKALI	9,6	9,7	-	8,5	8,6	-	11,0	10,5	-
POTASH CORP	28,6	25,7	20,7	12,9	11,4	10,1	24,0	20,0	15,3
MOSAIC	27,0	17,8	14,6	10,7	8,5	7,8	25,1	16,1	13,5
AGRIUM	19,9	16,7	15,2	10,2	9,1	8,4	15,0	12,9	11,9
CF INDUSTRIES	-	74,1	44,7	10,6	7,9	7,4	92,3	26,2	17,0
GRUPA AZOTY	12,5	11,5	9,2	5,7	5,1	4,2	10,6	9,5	7,4
POLICE	11,5	10,9	9,5	6,8	6,4	5,7	10,7	10,2	8,6
MEDIANA	12,5	12,7	11,2	8,5	7,4	5,8	13,0	11,3	9,5
Puławy	11,7	11,5	11,1	5,3	5,0	4,8	8,3	8,1	7,8
Premia/dyskonto do spółki	-6,7%	-9,7%	-1,1%	-38,1%	-31,9%	-17,5%	-36,4%	-28,7%	-18,0%
Wycena wg wskaźnika	198,3	204,9	187,0	276,2	256,6	217,5	269,9	246,5	218,7
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**196,7**			**250,1**			**245,0**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**230,6**								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 26.07.2017

WYNIKI 1Q'17

Wyniki 1Q'17 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami i lepsze od konsensusu o 5% na poziomie EBITDA. Wyniki zostały obciążone odpisem aktualizacyjnym projektu EC400. Słabszy wynik segmentu nawozowego został zneutralizowany wysoką EBITDA w chemii (kaprolaktam i melamina).

CFO wyniósł -31 mln PLN wobec 235 mln PLN przed rokiem. Główny powód słabszego cash flow to negatywne zmiany w kapitale obrotowym głównie po stronie wzrostu należności handlowych (-201 mln PLN) wynikających zapewne z dynamicznego wzrostu cen kaprolaktamu. CAPEX wyniósł 65 mln PLN vs 42 mln PLN przed rokiem. Gotówka netto (uwzględniając pozostałe aktywa finansowe- gł. lokaty bankowe) zmalała z 756 mln PLN do 667 mln PLN.

Wybrane dane finansowe 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	różnica	1Q'17P konsens.	różnica
Przychody	951,5	1 003,1	5,4%	970,5	3,4%	991,5	1,2%
Wynik brutto na sprzedaży	303,7	286,6	-5,6%	295,5	-3,0%		
EBITDA	227,1	203,6	-10,4%	203,9	-0,1%	194,6	4,6%
EBIT	181,2	155,5	-14,2%	154,5	0,7%	147,1	5,7%
Zysk brutto	184,8	162,5	-12,1%	160,7	1,1%		
Zysk netto	161,3	138,0	-14,4%	130,2	6,0%	125,5	10,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,9%	28,6%		30,4%		-	
Marża EBITDA	23,9%	20,3%		21,0%		19,6%	
Marża EBIT	19,0%	15,5%		15,9%		14,8%	
Marża zysku netto	17,0%	13,8%		13,4%		12,7%	
P/E 12m		14,2					
EV/EBITDA adj. 12m		6,2					

Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

PROGNOZA 2Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 2Q'17 Puławy korzystały z dobrego otoczenia w tworzywach (kaprolaktam) i chemii (melamina, mocznik techniczny). Spółka słynie z tego, że potrafi wykorzystać koniunkturę tam, gdzie ona jest najlepsza, przekierowując wolumeny sprzedaży z nawozów (mocznik do zastosowań technicznych czy do melaminy). W tworzywach ceny kaprolaktamu wzrosły o 45% r/r i 11% q/q. Melamina podrożała o 7% r/r i 4% q/q. W nawozach sytuacja w saletrzanych nie była zła. Ceny saletry amonowej wzrosły o 14% r/r, ale o tyle samo spadły w relacji do 1Q'17. Ceny mocznika i RSM były na ubiegłorocznym poziomie i niże o 20/15% q/q. Reasumując, liczymy na wzrost skonsolidowanej EBITDA grupy o ponad 20% r/r, co pozwoli odrobić utraconą marżę w 1Q'17. Na 2H'17 baza wynikowa jest bardzo niska.

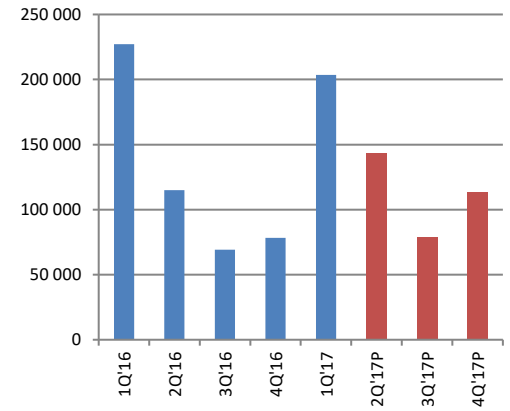
Prognozy wyników na 2Q'2017 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17P	zmiana r/r	1H'16	1H'17P	zmiana r/r	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody	809,3	770,7	-4,8%	1 760,8	1 773,8	0,7%	3 347,6	3 379,0	0,9%	3 559,1	5,3%
Wynik brutto na sprzedaży	196,7	221,5	12,6%	500,4	508,1	1,5%	809,5	862,9	6,6%	923,1	7,0%
EBITDA	114,9	143,6	25,0%	342,0	347,1	1,5%	489,6	539,1	10,1%	579,2	7,4%
EBIT	68,2	94,0	37,9%	249,5	249,6	0,1%	302,8	342,6	13,1%	362,6	5,8%
Zysk brutto	78,4	99,3	26,7%	263,3	261,8	-0,6%	324,0	365,4	12,8%	381,0	4,3%
Zysk netto	66,2	80,5	21,5%	227,5	218,5	-4,0%	272,1	302,3	11,1%	308,6	2,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,3%	28,7%		28,4%	28,6%		24,2%	25,5%		25,9%	
Marża EBITDA adj.	14,2%	18,6%		19,4%	19,6%		14,6%	16,0%		16,3%	
Marża EBIT	8,4%	12,2%		14,2%	14,1%		9,0%	10,1%		10,2%	
Marża zysku netto	8,2%	10,4%		12,9%	12,3%		8,1%	8,9%		8,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

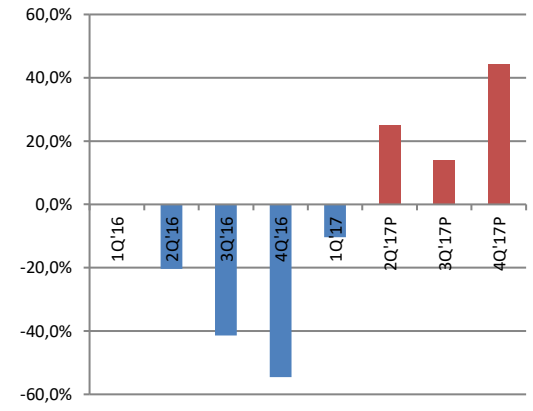
Oczekujemy, że począwszy już od 2Q'17 spółka wejdzie na ścieżkę wzrostu wyników finansowych r/r. Zakładamy utrzymanie się względnie dobrej koniunktury w segmencie chemicznym, co neutralizowało słabe wyniki w segmencie nawozowym, a także lepszych rezultatów w samych nawozach w związku z relatywnie niższą ceną gazu ziemnego. Baza na 2H'17 jest bardzo niska, także pod względem zrealizowanych wówczas wolumenów sprzedaży.

Oczekiwana EBITDA w 2-4Q'17P [tys. PLN]



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

Oczekiwanana dynamika EBITDA w 2-4Q'17P [r/r]



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

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

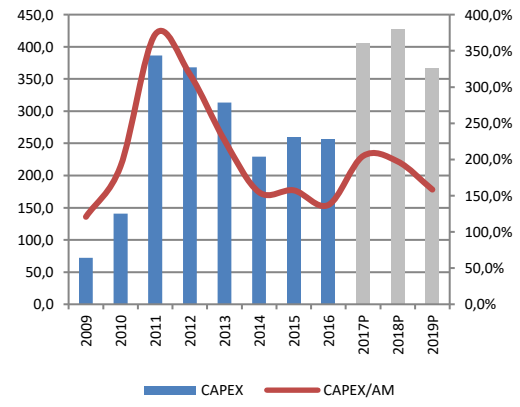
Główny program inwestycyjny spółka zrealizowała w 2011-2013. Obecnie spółka realizuje inwestycje w granulacje mechaniczną nawozów (dodatkowo zdolnośc nawozów ok. 192 tys. ton, koniec 2020 rok) i rozpoczyna projekt nowej linii kwasu azotowego (zdolność +320 tys. ton, koniec 2021 rok) wraz z modernizacją starszych 4 jednostek (obniżenie energochłonności o 10-12% i zmniejszenie zużycia amoniaku o 3%, koniec 2023 rok). Spółka zaniechała w kwietniu'17 projekt gazowej EC400 zastępując go węglową EC90. Elektrociepłownia pozwoli zbilansować zakład w zakresie zużycia energii elektrycznej i zapewni niezbędną ilość pary technologicznej dla nowych linii produkcyjnych. Z uwagi na brak szczegółów nie uwzględniamy tego projektu w wycenie. Potencjalne, duże wydatki inwestycyjne (całość szacujemy na 1,45 mld PLN) mogą pojawić się po 2020 roku.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	RAZEM
Wymiana turbozespołu TG2	99,0		11,1	87,9							**99,0**
Budowa terminalu przeładunkowego w GZNF	8,7	4,0	4,7								**8,7**
Instalacja kompaktowania nawozów w GZNF	14,8	0,2	13,6	1,0							**14,8**
Budowa bazy magazynowej RSM w Człuchowie	3,1	2,7									**2,7**
Kompresor wodoru 1900 Nm3	11,8	10,8	1,0								**11,8**
Instalacja NOx na kotłach EC	16,0	1,5									**1,5**
EC 400MWe*	1 125,0	4,6	3,8	0,6							**9,0**
EC 90 MWe/240MWt*	1 450,0				72,5	145,0	217,5	435,0	580,0		**1 450,0**
Kwas azotowy	695,0		0,5	70,0	115,0	150,0	100,0	100,0	100,0	59,5	**695,0**
Granulacja mechaniczna nawozów	385,0	8,9	42,8	75,0	120,0	45,0	93,3				**385,0**
Wymiana kondensatora karbaminianu amonu w sekcji syntezy	12,2		12,2								**12,2**
Zwiększenie wolumenu i optymalizacja produkcji ciekłego CO2	35,3			10,0	25,3						**35,3**
Zakup i zabudowa kompresora gazu syntezowego nr 7	24,4			5,0	10,0	9,4					**24,4**
Modernizacja terminalu masowego towarów sypkich	5,0			5,0							**5,0**
Odtworzeniowy, pozostałe		191,1	146,5	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	**1 387,6**
amortyzacja		*165,2*	*186,8*	*198,1*	*216,6*	*232,0*	*242,7*	*247,9*	*248,5*	*248,9*	***1 986,7***
RAZEM		**223,8**	**236,2**	**404,5**	**492,8**	**499,4**	**560,8**	**685,0**	**830,0**	**209,5**	**4 142,0**
RAZEM bez EC 90		**223,8**	**236,2**	**404,5**	**420,3**	**354,4**	**343,3**	**250,0**	**250,0**	**209,5**	**2 692,0**

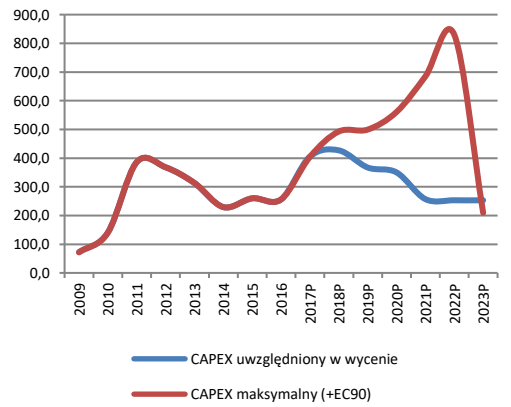
*Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie*

CAPEX historyczny i prognozowany [mln PLN]



*Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie*

CAPEX w wersji bazowej i maksymalnej (z EC90) [mln PLN]



*Źródło: BDM S.A., Spółka. *-nieuwzględnione w wycenie*

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia kwartalne

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	522,8	504,0	511,2	491,6	465,5	470,5	405,5	403,1	403,1	403,1	403,1	403,1
Pszenica [USD/t]	192,1	185,2	187,8	180,6	171,0	172,9	149,0	148,1	148,1	148,1	148,1	148,1
Ropa Brent [USD/bbl]	55,1	63,6	51,2	44,9	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	50,8	47,4	48,0
Gaz HH[USD/MMBTU]	2,8	2,7	2,7	2,2	2,0	2,2	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Gaz EU [USD/MMBTU]	7,0	6,4	6,8	5,5	4,1	4,7	4,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Gaz PL [USD/MMBTU]	9,1	8,7	8,1	7,7	7,0	6,5	5,9	5,9	6,6	7,6	7,3	7,5
Ceny produktów												
Nawozy												
Saletra amonowa [EUR/t]	346,7	319,0	297,9	304,1	299,1	218,8	209,0	229,4	290,3	250,0	260,0	270,0
RSM [USD/t]	221,7	178,7	164,0	148,9	135,9	129,0	113,5	124,3	148,7	127,1	133,7	141,8
Mocznik [USD/t]	290,3	273,7	265,0	245,7	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	210,0	230,0
siarczan amonu [USD/t]	151,3	147,2	139,4	130,4	131,3	124,9	103,2	114,8	135,9	113,4	97,7	95,0
NPK 16-16-16 [USD/t]	327,0	322,0	326,3	315,3	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	265,0	280,0
Chemia												
Kaprolaktam [EUR/t]	1 531,7	1 736,7	1 633,9	1 507,5	1 428,5	1 530,8	1 540,8	1 549,2	2 000,8	2 229,2	1 900,0	1 800,0
Melamina [EUR/t]	1 340,0	1 345,3	1 353,0	1 360,0	1 371,7	1 390,0	1 390,0	1 390,0	1 441,7	1 491,7	1 500,0	1 500,0
Cena surowców												
Gaz [PLN/1000m3]	1 193,9	1 138,2	1 072,6	1 053,7	984,2	889,7	814,1	846,6	949,9	1 025,9	957,2	986,0
Fosforyty [USD/t]	126,3	127,0	127,7	129,0	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	97,0	97,0	97,0
Sól potasowa [USD/t]	297,0	307,0	305,7	284,3	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	225,3	225,3	225,3
Benzen [EUR/t]	544,6	725,3	695,8	572,8	553,2	594,5	619,3	610,3	895,9	746,1	671,2	677,5
Węgiel [PLN/t]	246,3	246,3	246,3	246,3	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7
Energia [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,19	4,09	4,19	4,27	4,36	4,37	4,34	4,38	4,33	4,22	4,26	4,29
USD/PLN	3,72	3,69	3,77	3,90	3,96	3,87	3,89	4,07	4,06	3,83	3,74	3,74
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,09	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,14	1,15
Teoretyczne marże [PLN/t]												
Nawozy												
Saletra amonowa	928,0	802,7	775,4	834,1	871,9	565,0	548,5	632,1	837,9	603,0	686,9	723,2
RSM	487,6	309,0	289,9	245,5	228,7	234,9	191,1	231,3	291,8	156,3	215,6	242,8
Mocznik	400,9	362,0	387,0	357,3	216,0	245,3	240,9	350,8	437,8	142,1	239,2	297,9
siarczan amonu	182,1	181,6	160,9	163,9	253,1	218,6	202,2	275,4	257,2	165,2	84,6	65,5
NPK	464,0	439,6	482,6	489,0	515,7	422,5	426,0	353,3	347,0	305,9	349,1	374,1
Chemia												
Kaprolaktam	4 138,2	4 133,0	3 928,1	3 989,1	3 819,3	4 093,7	3 997,6	4 111,3	4 779,7	6 254,9	5 236,8	4 810,1
Melamina	3 575,1	3 550,2	3 830,3	4 004,5	4 302,1	4 555,2	4 637,6	4 617,2	4 601,8	4 535,9	4 755,0	4 741,1

Źródło: BDM S.A.

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P
Przychody	1 070,4	827,8	935,3	980,6	951,5	809,3	712,2	874,6	1 003,1	770,7	718,1	887,1
Nawozy	742,7	499,1	629,2	625,2	662,3	467,6	407,3	527,5	598,8	375,0	368,3	478,5
Saletra amonowa	327,4	205,9	264,1	287,9	292,0	160,7	143,0	231,6	270,2	177,2	174,8	266,7
RSM	150,1	102,1	128,0	79,9	85,4	104,4	78,8	60,4	100,4	91,1	91,2	67,4
Mocznik Pulrea	125,6	100,9	56,8	95,9	142,1	78,8	44,1	89,4	78,4	50,9	23,5	86,0
Siarczan amonu/ATS	22,5	8,2	15,3	25,4	20,8	17,7	13,5	19,1	23,8	17,5	12,9	16,0
NPK	75,0	55,0	91,0	68,0	65,0	53,0	65,0	67,0	54,0	38,4	65,9	42,3
Chemia	294,3	316,7	263,6	283,4	251,9	291,5	268,7	299,6	364,7	345,5	313,7	361,2
Kaprolaktam	105,0	109,0	64,0	89,0	71,0	92,0	72,0	90,0	141,0	143,0	108,1	131,3
Melamina	96,0	99,0	99,0	99,0	100,0	116,0	109,0	118,0	119,0	146,4	140,6	152,5
Mocznik Pulnox	65,0	76,0	67,0	64,0	51,0	52,0	54,0	56,0	69,0	39,2	45,5	54,2
Udział												
Nawozy	69,4%	60,3%	67,3%	63,8%	69,6%	57,8%	57,2%	60,3%	59,7%	48,7%	51,3%	53,9%
Saletra amonowa	30,6%	24,9%	28,2%	29,4%	30,7%	19,9%	20,1%	26,5%	26,9%	23,0%	24,3%	30,1%
RSM	14,0%	12,3%	13,7%	8,1%	9,0%	12,9%	11,1%	6,9%	10,0%	11,8%	12,7%	7,6%
Mocznik Pulrea	11,7%	12,2%	6,1%	9,8%	14,9%	9,7%	6,2%	10,2%	7,8%	6,6%	3,3%	9,7%
Siarczan amonu/ATS	2,1%	1,0%	1,6%	2,6%	2,2%	2,2%	1,9%	2,2%	2,4%	2,3%	1,8%	1,8%
NPK	7,0%	6,6%	9,7%	6,9%	6,8%	6,5%	9,1%	7,7%	5,4%	5,0%	9,2%	4,8%
Chemia	27,5%	38,3%	28,2%	28,9%	26,5%	36,0%	37,7%	34,3%	36,4%	44,8%	43,7%	40,7%
Kaprolaktam	9,8%	13,2%	6,8%	9,1%	7,5%	11,4%	10,1%	10,3%	14,1%	18,6%	15,0%	14,8%
Melamina	9,0%	12,0%	10,6%	10,1%	10,5%	14,3%	15,3%	13,5%	11,9%	19,0%	19,6%	17,2%
Mocznik Pulnox	6,1%	9,2%	7,2%	6,5%	5,4%	6,4%	7,6%	6,4%	6,9%	5,1%	6,3%	6,1%
Zmiana r/r	8,9%	-2,3%	10,5%	-0,7%	-11,1%	-2,2%	-23,9%	-10,8%	5,4%	-4,8%	0,8%	1,4%
Nawozy	13,2%	-6,5%	23,8%	3,4%	-10,8%	-6,3%	-35,3%	-15,6%	-9,6%	-19,8%	-9,6%	-9,3%
Saletra amonowa	4,7%	-9,3%	26,3%	0,0%	-10,8%	-21,9%	-45,8%	-19,6%	-7,5%	10,2%	22,2%	15,2%
RSM	41,5%	-12,2%	18,7%	-22,1%	-43,1%	2,2%	-38,4%	-24,4%	17,5%	-12,7%	15,7%	11,6%
Mocznik Pulrea	-9,3%	3,8%	211,1%	90,3%	13,2%	-21,9%	-22,4%	-6,8%	-44,8%	-35,5%	-46,6%	-3,8%
Siarczan amonu/ATS	43,3%	-19,5%	-19,5%	-41,8%	-7,8%	116,4%	-12,1%	-25,0%	14,7%	-1,1%	-4,5%	-16,2%
NPK	47,1%	31,0%	40,0%	25,9%	-13,3%	-3,6%	-28,6%	-1,5%	-16,9%	-27,6%	1,4%	-36,8%
Chemia	-1,6%	4,4%	-14,2%	-8,4%	-14,4%	-8,0%	1,9%	5,7%	44,8%	18,5%	16,7%	20,5%
Kaprolaktam	-12,0%	-5,2%	-51,1%	-27,0%	-32,4%	-15,6%	12,5%	1,1%	98,6%	55,5%	50,1%	45,9%
Melamina	8,6%	-2,0%	16,5%	0,0%	4,2%	17,2%	10,1%	19,2%	19,0%	26,2%	29,0%	29,2%
Mocznik Pulnox	-6,6%	26,7%	8,1%	4,9%	-21,5%	-31,6%	-19,4%	-12,5%	35,3%	-24,5%	-15,7%	-3,3%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	613,0	426,6	583,9	540,0	577,8	498,8	421,4	524,9	553,0	490,3	449,5	526,9
Saletra amonowa	225,3	157,9	211,7	221,8	223,8	168,0	157,7	230,5	215,1	168,0	157,7	230,5
RSM	161,5	139,9	186,4	125,8	144,0	185,0	160,0	111,0	156,0	170,0	160,0	111,0
Mocznik Pulrea	120,0	65,0	65,0	87,5	112,5	65,0	0,0	100,0	87,5	70,0	30,0	100,0
Siarczan amonu/ATS	40,0	15,0	29,2	50,0	40,0	36,5	33,6	40,9	43,2	40,2	35,2	44,9
NPK	66,2	48,8	91,6	54,8	57,5	44,3	70,1	42,6	51,2	42,1	66,6	40,4
Chemia	90,8	100,4	92,6	88,9	82,7	90,9	92,5	102,0	102,4	92,5	93,3	103,7
Kaprolaktam	16,4	14,1	10,7	15,5	14,8	13,8	12,7	15,5	16,4	15,2	13,3	17,0
Melamina	20,4	21,3	20,9	20,4	19,9	23,0	21,8	23,5	23,1	23,3	22,0	23,7
Mocznik Pulnox	54,0	65,0	61,0	53,0	48,0	54,0	58,0	63,0	63,0	54,0	58,0	63,0
Produkcja NH3 [tys. ton]	342,7	279,5	311,8	307,3	324,1	299,1	245,2	327,8	330,6	299,0	263,8	330,7

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

Główne założenia roczne

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Główne założenia													
Pszenica [USD/100bu]	588,3	507,4	436,2	458,6	536,5	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9	563,9
Pszenica [USD/t]	216,2	186,4	160,3	168,5	197,1	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2	207,2
Ropa Brent [USD/bbl]	99,5	53,7	45,0	50,4	49,6	50,9	52,1	53,4	54,7	55,9	56,6	56,6	56,6
Gaz HH [USD/MMBTU]	4,3	2,6	2,6	3,2	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Gaz EU [USD/MMBTU]	8,1	6,4	4,6	5,3	5,5	5,6	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Gaz PL [USD/MMBTU]	11,2	8,4	6,3	7,2	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Ceny produktów													
Nawozy													
Saletra amonowa [EUR/t]	313,7	316,9	239,1	267,6	290,0	300,0	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	113,5	124,3	123,2	122,1	122,1	122,1	122,1	122,1	122,1
Mocznik [USD/t]	313,6	268,7	194,3	217,7	250,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
siarczan amonu [USD/t]	138,6	142,1	118,5	110,5	105,5	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9	107,9
NPK 16-16-16 [USD/t]	344,1	322,7	263,7	254,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Chemia													
Kaprolaktam [EUR/t]	1 902,1	1 602,4	1 512,3	1 982,5	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0	1 800,0
Melamina [EUR/t]	1 331,2	1 349,6	1 385,4	1 483,3	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Cena surowców													
Gaz [PLN/1000m3]	1 243,7	1 114,6	883,7	979,8	946,4	940,7	944,8	937,5	952,1	966,2	966,2	966,2	966,2
Fosforyty [USD/t]	123,0	127,5	100,2	96,5	121,2	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3	130,3
Sól potasowa [USD/t]	291,5	298,5	235,3	223,5	310,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Benzen [EUR/t]	995,2	634,6	594,3	747,7	699,9	703,6	704,1	706,7	723,8	739,7	748,8	748,8	748,8
Węgiel [PLN/t]	253,9	246,3	234,0	252,7	278,0	283,6	289,2	295,0	300,9	306,9	313,1	319,3	325,7
Energia [PLN/MWh]	211,4	232,5	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	4,36	4,27	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38
USD/PLN	3,15	3,77	3,95	3,84	3,75	3,66	3,59	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51
EUR/USD	1,33	1,11	1,11	1,11	1,17	1,20	1,22	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Teoretyczne marże [PLN/t]													
Nawozy													
Saletra amonowa	765,7	835,1	654,3	712,2	854,1	900,4	898,6	901,8	895,4	889,2	889,2	889,2	889,2
RSM	305,0	333,0	265,9	188,7	147,0	196,7	190,1	187,9	182,5	177,3	177,3	177,3	177,3
Mocznik	280,2	376,8	262,7	278,0	397,2	489,9	465,3	448,2	439,9	431,9	431,9	431,9	431,9
siarczan amonu	47,3	172,1	237,4	140,9	95,6	93,0	90,9	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0
NPK	383,8	468,8	431,1	379,6	449,7	475,0	459,8	447,5	444,6	441,8	441,8	441,8	441,8
Chemia													
Kaprolaktam	3 795,1	4 047,1	4 005,4	5 275,9	4 819,5	4 803,4	4 801,2	4 789,8	4 715,0	4 645,1	4 605,3	4 605,3	4 605,3
Melamina	3 446,0	3 739,9	4 533,9	4 662,3	4 953,3	4 963,1	4 956,0	4 968,5	4 943,6	4 919,5	4 919,5	4 919,5	4 919,5

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	3 664,5	3 814,0	3 347,6	3 379,0	3 559,1	3 673,0	3 647,5	3 671,6	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8
Nawozy	2 302,3	2 496,1	2 064,7	1 820,5	1 910,7	1 994,1	1 976,1	2 007,5	2 058,6	2 058,6	2 058,6	2 058,6	2 058,6
Saletra amonowa	1 036,5	1 085,3	827,4	888,8	960,5	973,7	973,7	1 022,4	1 073,6	1 073,6	1 073,6	1 073,6	1 073,6
RSM	432,8	460,1	328,9	350,1	299,8	331,8	328,7	325,7	325,7	325,7	325,7	325,7	325,7
Mocznik Pulrea	304,4	379,3	354,5	238,8	269,3	295,0	288,6	282,5	282,5	282,5	282,5	282,5	282,5
Siarczan amonu/ATS	88,6	71,4	71,0	70,1	77,5	77,5	75,8	74,2	74,2	74,2	74,2	74,2	74,2
NPK	212,0	289,0	250,0	200,6	303,6	316,1	309,3	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7
Chemia	1 219,4	1 158,1	1 111,8	1 385,2	1 475,1	1 505,5	1 497,9	1 490,7	1 490,7	1 490,7	1 490,7	1 490,7	1 490,7
Kaprolaktam	487,3	367,0	325,0	523,4	552,0	552,0	552,0	552,0	552,0	552,0	552,0	552,0	552,0
Melamina	373,4	393,0	443,0	558,5	604,6	604,6	604,6	604,6	604,6	604,6	604,6	604,6	604,6
Mocznik Pulnox	252,6	272,0	213,0	207,9	222,9	244,2	238,9	233,9	233,9	233,9	233,9	233,9	233,9
Udział													
Nawozy	62,8%	65,4%	61,7%	53,9%	53,7%	54,3%	54,2%	54,7%	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
Saletra amonowa	28,3%	28,5%	24,7%	26,3%	27,0%	26,5%	26,7%	27,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
RSM	11,8%	12,1%	9,8%	10,4%	8,4%	9,0%	9,0%	8,9%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Mocznik Pulrea	8,3%	9,9%	10,6%	7,1%	7,6%	8,0%	7,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Siarczan amonu/ATS	2,4%	1,9%	2,1%	2,1%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
NPK	5,8%	7,6%	7,5%	5,9%	8,5%	8,6%	8,5%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Chemia	33,3%	30,4%	33,2%	41,0%	41,4%	41,0%	41,1%	40,6%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Kaprolaktam	13,3%	9,6%	9,7%	15,5%	15,5%	15,0%	15,1%	15,0%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Melamina	10,2%	10,3%	13,2%	16,5%	17,0%	16,5%	16,6%	16,5%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Mocznik Pulnox	6,9%	7,1%	6,4%	6,2%	6,3%	6,6%	6,6%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Zmiana r/r	-3,5%	4,1%	-12,2%	0,9%	5,3%	3,2%	-0,7%	0,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-4,2%	8,4%	-17,3%	-11,8%	5,0%	4,4%	-0,9%	1,6%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	1,1%	4,7%	-23,8%	7,4%	8,1%	1,4%	0,0%	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	-22,2%	6,3%	-28,5%	6,4%	-14,4%	10,7%	-0,9%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	32,4%	24,6%	-6,6%	-32,6%	12,8%	9,6%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	6,9%	-19,4%	-0,7%	-1,2%	10,5%	0,0%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-18,2%	36,3%	-13,5%	-19,8%	51,4%	4,1%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	-1,8%	-5,0%	-4,0%	24,6%	6,5%	2,1%	-0,5%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kaprolaktam	-0,4%	-24,7%	-11,4%	61,1%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	-10,0%	5,2%	12,7%	26,1%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	9,6%	7,7%	-21,7%	-2,4%	7,2%	9,6%	-2,2%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]													
Nawozy	2022	2163	2023	2020	2057	2063	2079	2133	2190	2210	2231	2253	2277
Saletra amonowa	786	817	780	771	756	741	741	778	817	817	817	817	817
RSM	569	614	600	597	603	609	609	609	609	609	609	609	609
Mocznik Pulrea	290	338	278	288	288	288	288	288	288	288	288	288	288
Siarczan amonu/ATS	195	134	151	164	196	196	196	196	196	196	196	196	196
NPK	182	261	214	200	214	229	245	262	281	300	322	344	368
Chemia	361	373	368	392	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Kaprolaktam	62	57	57	62	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Melamina	79	83	88	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Mocznik Pulnox	220	233	223	238	238	238	238	238	238	238	238	238	238
Produkcja NH3 [tys. ton]	1 172,3	1 241,2	1 196,2	1 224,2	1 231,0	1 226,6	1 226,6	1 205,6	1 222,1	1 222,1	1 222,1	1 222,1	1 222,1
wykorzystanie mocy	104%	110%	106%	109%	109%	109%	109%	107%	109%	109%	109%	109%	109%
Produkcja HNO3 [tys. ton]	979,4	1 031,7	994,2	985,5	977,1	968,9	968,9	998,2	1 028,9	1 028,9	1 028,9	1 028,9	1 028,9
wykorzystanie mocy	98%	103%	99%	99%	98%	97%	97%	100%	103%	103%	78%	78%	78%
Produkcja AN [tys. ton]	1 241,3	1 307,6	1 260,1	1 249,0	1 238,4	1 228,1	1 228,1	1 265,1	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0
wykorzystanie mocy	113%	119%	115%	114%	113%	112%	112%	98%	101%	97%	97%	97%	97%
Produkcja U [tys. ton]	1 096,1	1 191,2	1 149,9	1 197,2	1 198,1	1 199,3	1 199,3	1 199,3	1 199,3	1 199,3	1 199,3	1 199,3	1 199,3
wykorzystanie mocy	90%	98%	95%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	2 227,1	2 304,5	2 511,9	2 722,4	2 857,7	2 965,1	2 974,2	2 978,9	2 983,1	2 987,0	2 990,5	2 993,8
Wartości niematerialne i prawne	53,5	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4
Rzeczowe aktywa trwałe	2 048,7	2 127,4	2 334,8	2 545,3	2 680,6	2 788,1	2 797,2	2 801,8	2 806,0	2 809,9	2 813,5	2 816,7
Aktywa obrotowe	1 629,2	1 698,0	1 588,1	1 537,2	1 556,8	1 487,3	1 570,9	1 593,8	1 588,2	1 586,2	1 586,9	1 588,0
Zapasy	351,0	324,8	309,7	326,3	336,7	334,4	336,6	341,3	341,3	341,3	341,3	341,3
Należności krótkoterminowe	440,1	456,9	461,2	485,7	501,3	497,8	501,1	508,1	508,1	508,1	508,1	508,1
Inwestycje krótkoterminowe	716,7	808,3	709,2	617,1	610,9	547,2	625,2	636,5	630,9	628,9	629,6	630,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	713,5	803,7	704,7	612,6	606,3	542,6	620,7	632,0	626,4	624,4	625,1	626,2
Aktywa razem	3 856,3	4 002,4	4 100,0	4 259,5	4 414,6	4 452,5	4 545,1	4 572,7	4 571,4	4 573,2	4 577,5	4 581,8
Kapitał (fundusz) własny	3 033,2	3 100,7	3 239,1	3 366,3	3 500,9	3 543,3	3 631,7	3 650,1	3 648,7	3 650,6	3 654,8	3 659,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 153,5	2 399,8	2 507,9	2 628,9	2 752,3	2 816,3	2 816,3	2 816,3	2 816,3	2 816,3	2 816,3	2 816,3
Zysk (strata) netto okresu	450,9	272,1	302,3	308,6	319,8	298,3	386,6	405,0	403,7	405,5	409,8	414,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	816,2	899,3	858,6	890,9	911,4	906,8	911,1	920,3	920,3	920,3	920,3	920,3
Rezerwy na zobowiązania	204,1	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3	210,3
Zobowiązania długoterminowe	42,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8
-oprocentowane	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	569,3	647,2	606,5	638,9	659,3	654,7	659,0	668,2	668,2	668,2	668,2	668,2
-oprocentowane	30,6	46,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3 856,3	4 002,4	4 100,0	4 259,5	4 414,6	4 452,5	4 545,1	4 572,7	4 571,4	4 573,2	4 577,5	4 581,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	3 814,0	3 347,6	3 379,0	3 559,1	3 673,0	3 647,5	3 671,6	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8	3 722,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 836,5	2 538,1	2 516,1	2 636,0	2 718,0	2 709,6	2 663,5	2 680,7	2 674,8	2 664,8	2 651,7	2 638,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	977,5	809,5	862,9	923,1	955,0	937,9	1 008,1	1 042,0	1 048,0	1 058,0	1 071,1	1 084,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	472,4	489,1	485,9	519,6	535,8	540,4	549,5	561,0	568,4	576,1	584,0	592,1
Zysk (strata) na sprzedaży	505,1	320,4	377,0	403,6	419,3	397,5	458,7	481,1	479,6	481,9	487,1	492,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8,1	-17,5	-34,4	-41,0	-42,7	-45,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	662,3	489,6	539,1	579,2	608,5	594,7	706,6	729,6	728,5	731,2	736,7	742,3
EBIT	497,1	302,8	342,6	362,6	376,6	352,0	458,7	481,1	479,6	481,9	487,1	492,4
Saldo działalności finansowej	16,0	18,6	22,7	18,4	18,2	16,3	18,6	19,0	18,8	18,7	18,8	18,8
Zysk (strata) brutto	515,1	324,0	365,4	381,0	394,8	368,3	477,3	500,0	498,4	500,7	505,9	511,2
Zysk (strata) netto	450,9	272,1	302,3	308,6	319,8	298,3	386,6	405,0	403,7	405,5	409,8	414,1

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	689,0	529,8	495,8	498,1	528,0	526,0	614,7	632,1	633,8	636,1	640,6	645,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-187,1	-243,9	-384,5	-408,7	-349,1	-333,9	-238,4	-234,2	-234,4	-234,4	-234,4	-234,4
Przepływy z działalności finansowej	-116,3	-195,7	-210,3	-181,4	-185,2	-255,8	-298,3	-386,6	-405,0	-403,7	-405,5	-409,8
Przepływy pieniężne netto	385,6	90,2	-99,1	-92,1	-6,3	-63,7	78,0	11,3	-5,6	-2,0	0,7	1,1
Środki pieniężne na początek okresu	328,7	713,5	803,7	704,7	612,6	606,3	542,6	620,7	632,0	626,4	624,4	625,1
Środki pieniężne na koniec okresu	713,5	803,7	704,7	612,6	606,3	542,6	620,7	632,0	626,4	624,4	625,1	626,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-12,2%	0,9%	5,3%	3,2%	-0,7%	0,7%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-26,1%	10,1%	7,4%	5,1%	-2,3%	18,8%	3,3%	-0,2%	0,4%	0,8%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-39,1%	13,1%	5,8%	3,8%	-6,5%	30,3%	4,9%	-0,3%	0,5%	1,1%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-39,6%	11,1%	2,1%	3,6%	-6,7%	29,6%	4,8%	-0,3%	0,5%	1,0%	1,1%
Marża brutto na sprzedaży	24,2%	25,5%	25,9%	26,0%	25,7%	27,5%	28,0%	28,2%	28,4%	28,8%	29,1%
Marża EBITDA	14,6%	16,0%	16,3%	16,6%	16,3%	19,2%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	19,9%
Marża EBIT	9,0%	10,1%	10,2%	10,3%	9,6%	12,5%	12,9%	12,9%	12,9%	13,1%	13,2%
Marża brutto	9,7%	10,8%	10,7%	10,7%	10,1%	13,0%	13,4%	13,4%	13,4%	13,6%	13,7%
Marża netto	8,1%	8,9%	8,7%	8,7%	8,2%	10,5%	10,9%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%
COGS / przychody	75,8%	74,5%	74,1%	74,0%	74,3%	72,5%	72,0%	71,8%	71,6%	71,2%	70,9%
SG&A / przychody	14,6%	14,4%	14,6%	14,6%	14,8%	15,0%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%	15,9%
SG&A / COGS	19,3%	19,3%	19,7%	19,7%	19,9%	20,6%	20,9%	21,3%	21,6%	22,0%	22,4%
ROE	8,8%	9,3%	9,2%	9,1%	8,4%	10,6%	11,1%	11,1%	11,1%	11,2%	11,3%
ROA	6,8%	7,4%	7,2%	7,2%	6,7%	8,5%	8,9%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%
Dług	46,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-757,4	-704,7	-612,6	-606,3	-542,6	-620,7	-632,0	-626,4	-624,4	-625,1	-626,2
Dług netto / kapitał własny	-24,4%	-21,8%	-18,2%	-17,3%	-15,3%	-17,1%	-17,3%	-17,2%	-17,1%	-17,1%	-17,1%
Dług netto / EBITDA	-1,5	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Dług netto / EBIT	-2,5	-2,1	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
EV	2 517,9	2 570,7	2 662,7	2 669,0	2 732,7	2 654,7	2 643,4	2 649,0	2 651,0	2 650,3	2 649,2
Dług / EV	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	7,7%	12,0%	12,0%	10,0%	9,6%	7,0%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
CAPEX / Amortyzacja	137,2%	204,7%	197,2%	158,3%	144,3%	103,7%	101,9%	101,7%	101,6%	101,4%	101,3%
Amortyzacja / Przychody	5,6%	5,9%	6,1%	6,3%	6,7%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	-0,5%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17,6%	-51,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	-	-	-	-

Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	13,0	11,7	11,5	11,1	11,9	9,1	8,7	8,8	8,7	8,6	8,5
P/BV*	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/CE*	7,7	7,1	6,7	6,4	6,5	5,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,3
EV/EBITDA*	5,7	5,3	5,0	4,8	5,0	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9
EV/EBIT*	9,2	8,3	8,1	7,8	8,5	6,4	6,0	6,1	6,0	6,0	5,9
EV/S*	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
BVPS	162,2	169,5	176,1	183,1	185,4	190,0	191,0	190,9	191,0	191,2	191,4
EPS	14,2	15,8	16,1	16,7	15,6	20,2	21,2	21,1	21,2	21,4	21,7
CEPS	24,0	26,2	27,5	28,9	28,3	33,2	34,2	34,1	34,3	34,5	34,7
FCFPS	9,4	18,9	20,0	20,1	20,2	20,5	20,7	20,7	0,0	0,0	0,0
DPS za okres	10,5	8,6	9,5	9,7	13,4	15,6	20,2	21,2	21,1	21,2	21,4
Payout ratio	44,5%	60,3%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 185 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 stalą

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, 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 publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	80,4	Redukuj	65,8	28.07.2017	08:35 CEST	69,0	62 333,0
Redukuj	65,8	Sprzedaj	60,2	28.07.2016		75,0	46 854,0
Sprzedaj	60,2	Sprzedaj	44,7	06.11.2015		93,0	50 106,0
Sprzedaj	44,7	Sprzedaj	51,2	08.08.2014		72,0	49 958,7
Sprzedaj	51,2	-	-	30.12.2013		64,0	51 281,1

Historia rekomendacji Police

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	22,4	Trzymaj	21,3	28.07.2017	08:35 CEST	21,0	62 333,0
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 Puławy

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	226	Akumuluj	230*	28.07.2017	08:35 CEST	185	62 333,0
Akumuluj	239	Trzymaj	165*	28.07.2016		206	46 854,0
Trzymaj	165*	Akumuluj	154*	06.11.2015		178	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

*- skorygowane o DIV (10,4 PLN/akcję w 2014, 7,03 PLN/akcję w 2015 roku, 10,5 PLN/akcję w 2016 roku, 8,58 PLN/akcję w 2017 roku)

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:

Kupuj	1	20,0%
Akumuluj	2	40,0%
Trzymaj	1	20,0%
Redukuj	1	20,0%
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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.

Nota prawna:

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

Raport 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 obarczona 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.07.2017 roku, 08:35 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 31.07.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentami instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 27.07.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe Grupy Azoty i nie jest zaangażowany w instrumenty Puławy i Police.
- 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 posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenów. 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 subemisje 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.