



Dom Maklerski BDM S.A.

POLICE

RAPORT ANALITYCZNY

Po bardzo dobrym 1Q'18 kolejny kwartał przyniósł duże rozczarowanie wynikowe (oczyszczona EBITDA -71% r/r). Spółka pokazała wyraźny, negatywny efekt cenowy w nawozach przy rosnącej presji kosztowej na rynku gazu czy CO₂. Obserwując dalszy wzrost kosztów kluczowych surowców i uwzględniając IV okres rozliczeniowy ETS (po 2020 roku) zdecydowaliśmy się obniżyć rekomendację dla spółki do **REDUKUJ** z ceną docelową 15,3 PLN/akcję.

W 2Q'18 przychody w segmencie nawozów spadły o 6% r/r przy wzroście wolumenów sprzedaży o 5% r/r. W rezultacie spółka doświadczyła dużego, negatywnego efektu cenowego mimo rosnących benchmarków na rynkach światowych. Na konferencji po wynikach spółka tłumaczyła to redukcją zapasów nagromadzonych po bardzo słabym sezonie nawozowym w PL (kolejno mokro, mroźno, sucho) i przekierowaniem sprzedaży na rynki eksportowe.

W 2Q'18 średnie ceny gazu (TTF) wzrosły o blisko 40% r/r do 21,1 EUR/MWh. Obecnie kontynuują wzrostu (26-27 EUR/MWh), co oznacza zwyżki sięgające 60% r/r. Oprócz uzupełniania magazynów w Europie przed okresem zimowym popyt na gaz zwiększa rosnąca cena praw emisyjnych (20-21 EUR/t vs średnio 5,8 EUR/t w 2017 roku) zmieniająca mix produkcji energii (wzrost konkurencyjności generacji gazowej).

W1H'18 spółka pochwaliła się rekordowo wysokim wynikiem w segmencie pigmentów (biel tytanowa). Oczyszczona EBITDA w tym segmencie wyniosła ok. 65 mln PLN przy wynikach grupy 94 mln PLN. Czołowi producenci bieli ogłosili istotne korekty cenowe na 3Q i 4Q'18 z uwagi na wzrost podaży produktu (przywrócenie zdolności fińskiej fabryki Pori). Z drugiej strony oczekiwany jest dalszy wzrost kosztów surowców tytanonośnych. W rezultacie okres świetnej koniunktury w bieli tytanowej, trwający od 1Q'17, prawdopodobnie minął.

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

W bieżącej edycji raportu uwzględniliśmy system handlu emisjami CO₂ po 2020 roku (ETS IV), co może generować koszty w tym okresie sięgające 100 mln PLN rocznie przy ograniczonej możliwości przeniesienia ich na ceny produktów (chemia w przeciwieństwie do energetyki to rynek globalny). Dostrzegając skalę problemów uważamy, że rząd do tego czasu będzie musiał znaleźć rozwiązanie dla całej branży energochłonnej na wzór mechanizmów stosowanych w innych państwach członkowskich. Prawo UE pozwala bowiem przeznaczyć część środków uzyskanych ze sprzedaży uprawnień do emisji na rekompensatę dla przemysłu. W Niemczech taka rekompensata sięga ok. 10 EUR/MWh. Wprowadzenie podobnego mechanizmu w Polsce pomogłoby spółce znacząco ograniczyć skalę wzrostu kosztów energetycznych/emisji, czego nie zakładamy.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	2 741,0	2 417,5	2 599,6	2 732,6	3 353,2	3 386,7
EBITDA [mln PLN]	283,2	159,5	230,5	165,4	206,8	238,4
EBITDA adj. [mln PLN]	293,2	236,5	266,8	165,4	206,8	238,4
EBIT [mln PLN]	198,9	70,3	128,4	52,2	87,1	117,4
Wynik netto [mln PLN]	158,5	70,9	109,0	-0,1	81,1	96,3
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
P/E	7,9	17,7	11,5	-	15,5	13,0
EV/EBITDA	5,0	6,5	5,6	10,1	7,8	6,5
EV/EBIT	7,4	21,8	11,7	31,9	18,5	13,2
DY	3,3%	0,0%	2,5%	3,2%	0,0%	2,6%

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 15,3 PLN

24 WRZEŚNIA 2018, 9:42 CEST

Wycena DCF [PLN]	16,8
W tym PDH+PP	4,7
Wycena porównawcza [PLN]	13,8
Wycena końcowa [PLN]	15,3
Potencjał do wzrostu / spadku	-8,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	16,8
Kapitalizacja [mln PLN]	1 256,3
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	19,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	16,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-15,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-16,7%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	16,2%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	4,0%

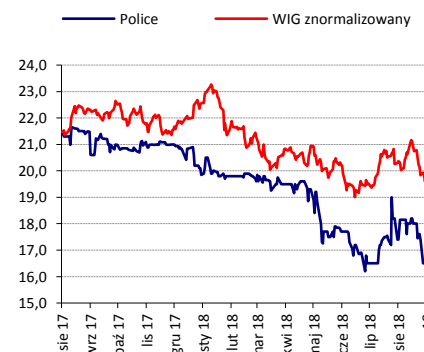
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI 2Q'18.....	9
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	10
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE.....	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 16,8 PLN (w tym 4,7 PLN/akcję projektu PDH). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 13,8 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 15,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

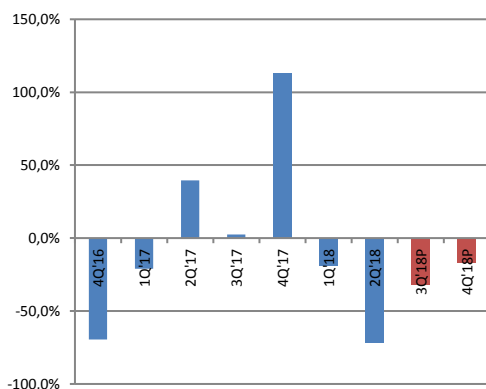
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	16,8
w tym PDH		4,7
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	13,8
Wycena spółki [PLN]		15,3

Źródło: BDM S.A.

Obniżamy zalecenie dla spółki z trzymaj do REDUKUJ z ceną docelową 15,3 PLN/akcję wskazując na:

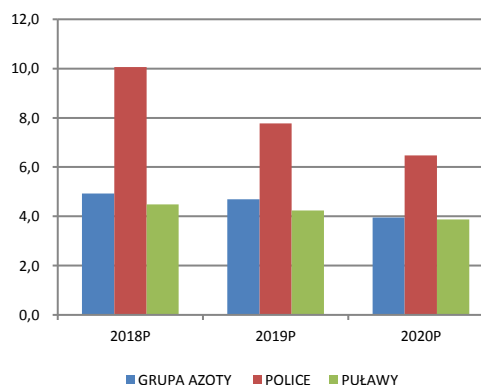
- oczekiwane słabsze wyniki 3Q'18 i 2H'18 (słaby segment nawozowy, ryzyko erozji marży w pigmentach);
- relatywnie wysoką wycenę rynkową;
- rekordowe wyniki bieli tytanowej nie do powtórzenia w kolejnych okrasach
- potencjalnie wysokie koszty emisji po 2020 roku (ETS IV);

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



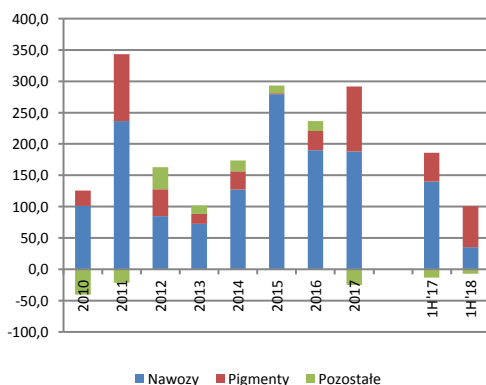
Źródło: BDM S.A., Spółka

Prognozowana EV/EBITDA dla spółek z Grupy Azoty



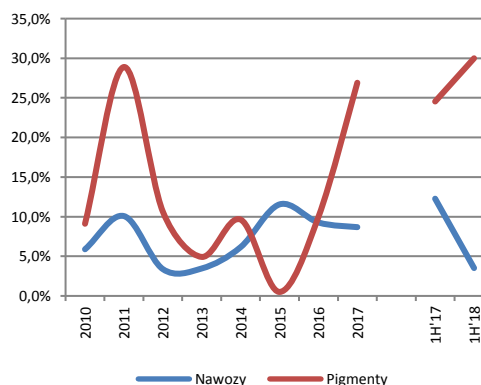
Źródło: BDM S.A., Spółka.

Dekompozycja EBITDA* 2010-1H'18



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

Marża EBITDA* 2010-1H'18 w podziale na segmenty



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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Dalszy wzrost kosztów surowcowych

Od 4Q'17 obserwujemy wyraźny wzrost kosztów gazu (ok. 20% w przychodach spółki), który przyspieszył w ostatnich miesiącach z uwagi na presję na kosztach CO₂. Spółka też musi zmierzyć się z istotnym wzrostem cen węgla czy energii. Przy utrzymaniu bieżących cen wpływ wysokich cen surowców to nawet 300 mln PLN rocznie ! Niewykluczony jest dalszy wzrost kosztów czego nie zakładamy.

▪ Brak wyraźnych wzrostów cen nawozów

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

▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

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

▪ Realizacja dużego programu inwestycyjnego- PDH

W październiku'17 spółka poinformowała o wzroście wartości inwestycji w projekt produkcji propylenu z propanu (PDH) z ok. 2,7 mld PLN do 5,3 mld PLN (budżet) rozszerzając go o wariant przeróbki na polipropylen. Jest to największy w historii projekt inwestycyjny w spółce i jeden z największych w Polsce. Projekt ma być realizowany w formule SPV (uwzględniamy go osobno w wycenie).

▪ Ryzyko dostaw głównych surowców

Dostawy fosforytów dla spółki (17% wszystkich kosztów) realizowane są z regionów niestabilnych politycznie jak Afryka Północna czy Bliski Wschód (Syria). Sól potasowa dostarczana jest z Białorusi. W razie napięć politycznych istnieje ryzyko wstrzymania dostaw, co mogłoby negatywnie wpłynąć na produkcję. Ponadto w momencie ograniczenia dostaw gazu z Rosji przez PGNiG spółka w poprzednich latach musiała wstrzymać produkcję amoniaku na drugiej linii.

▪ Niski „free float”

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

▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

W 2017 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,4 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 20 EUR/t (poprzednio 10 EUR/t), co będzie generować koszty rzędu 60-70 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

Po 2020 roku zakładamy kontynuację programu handlu emisjami (poprzednio nie uwzględnialiśmy z uwagi na brak szczegółów). Szacujemy, że jako branża częściowo zagrożona „ucieczką emisji” spółka będzie otrzymywać tylko do 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%), co przy cenie 20 EUR/t będzie generować koszty rzędu 100 mln PLN rocznie.

WYCENA DCF

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

Główne zmiany w modelu (szczegóły w tabelach końcowych):

▪ Wolumeny sprzedaży

W Policach szacujemy średnie obłożenie linii produkcyjnych nawozów wieloskładnikowych na ponad 80% (rezerwy w DAP). Kluczowe instalacje amoniaku/mocznika czy bieli tytanowej są obciążone na blisko 100%.

▪ Ceny produktów/surowców/kursy walut

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców.

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

W przypadku mocnego obecnie rynku bieli tytanowej oczekujemy spadków cen (2019-2020) i powrotu marż do historycznych poziomów 2009-2017.

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (perspektywa utrzymania 23-24 EUR/MWh do 2020 roku, potem spadek do 18 EUR/MWh po 2023 roku).

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

▪ CAPEX

CAPEX opisaliśmy szczegółowo w osobnym rozdziale. Jest on nieznacznie wyższy od naszych założeń z lutego 2018. Uwzględniliśmy również całkowity budżet projektu Polimery Police (1,27 mld EUR wraz z kosztami finansowania).

▪ ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA (poprzednio 10 EUR), co będzie generować koszty rzędu 60-70 mln PLN.

Po 2020 roku zakładamy ETSIV (tylko 30% bezpłatnych praw emisyjnych vs 60% obecnie), co przy cenie 20 EUR/t zwiększy roczne koszty do 100 mln PLN.

▪ Dywidenda

Dywidenda w 2018 roku wyniosła 40 mln PLN (DPS 0,53 PLN) czyli nieco ponad 30% ubiegłorocznego zysku. Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W najbliższych latach szacujemy, że będzie to ok. 40% zysku netto (z wyjątkiem '19- strata netto w 2018).

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 24 września 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,26 mld PLN (w tym 0,36 mld PLN projekt PDH+PP dla Polic). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 16,8 PLN (PDH+PP 4,7 PLN).

Model DCF

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 599,6	2 732,6	3 353,2	3 386,7	3 476,0	3 416,8	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6
EBIT [mln PLN]	164,6	52,2	87,1	117,4	125,2	136,0	173,5	169,4	165,2	160,7	156,0
Stopa podatkowa	30,1%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	49,6	9,9	16,6	22,3	23,8	25,8	33,0	32,2	31,4	30,5	29,6
NOPLAT [mln PLN]	115,0	42,3	70,6	95,1	101,4	110,2	140,5	137,2	133,8	130,2	126,4
Amortyzacja [mln PLN]	102,1	113,2	119,7	121,0	121,2	121,4	121,6	121,7	121,9	122,0	122,2
CAPEX [mln PLN]	-231,9	-245,9	-154,2	-121,9	-125,1	-123,0	-123,8	-123,8	-123,8	-123,8	-123,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,2	6,7	3,5	0,2	0,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-9,5	-83,8	39,5	94,4	98,0	108,3	138,4	135,2	131,9	128,4	124,7
DFCF [mln PLN]		-82,0	35,7	78,7	75,3	76,6	89,9	80,6	72,1	64,4	57,4
Suma DFCF [mln PLN]		548,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 385,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	638,0										
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 186,7										
Dług netto* [mln PLN]	281,7										
Udziały mniejszości [mln PLN]	0,0										
Wartość kapitału [mln PLN]	905,0										
Ilość akcji [mln szt.]	75,0										
Wartość kapitału na akcję [PLN]**	12,1										

Przychody zmiana r/r	5,1%	22,7%	1,0%	2,6%	-1,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	34,7%	6,7%	8,6%	27,5%	-2,3%	-2,5%	-2,7%	-2,9%	-2,9%
FCF zmiana r/r	782,2%	-147,2%	138,8%	3,8%	10,5%	27,8%	-2,3%	-2,4%	-2,6%	-2,8%	-2,8%
Marża EBITDA	6,1%	6,2%	7,0%	7,1%	7,5%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%
Marża EBIT	1,9%	2,6%	3,5%	3,6%	4,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	1,5%	2,1%	2,8%	2,9%	3,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
CAPEX / Przychody	9,0%	4,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	217,2%	128,9%	100,7%	103,2%	101,3%	101,8%	101,7%	101,6%	101,4%	101,3%	101,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,0%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. *- Dług netto z końca 2017 powiększony o 40 mln PLN dywidendy.

** - bez uwzględniania projektu PDH (osobna wycena)

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	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	80,9%	84,2%	86,5%	89,2%	92,1%	96,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	19,1%	15,8%	13,5%	10,8%	7,9%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	12,2	13,1	14,2	15,7	17,6	20,2	23,9	29,8	40,5
	0,8	11,3	12,1	13,1	14,3	15,9	18,1	21,1	25,5	33,0
	0,9	10,5	11,2	12,1	13,1	14,5	16,3	18,7	22,2	27,7
	1,0	9,8	10,4	11,2	12,1	13,2	14,7	16,7	19,5	23,7
	1,1	9,1	9,7	10,3	11,1	12,1	13,4	15,1	17,3	20,6
	1,2	8,5	9,0	9,6	10,3	11,2	12,2	13,6	15,5	18,1
	1,3	7,9	8,4	8,9	9,5	10,3	11,2	12,4	13,9	16,0

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	13,1	14,2	15,5	17,2	19,5	22,7	27,5	35,6	51,6
	4,0%	11,3	12,1	13,1	14,3	15,9	18,1	21,1	25,5	33,0
	5,0%	9,8	10,4	11,2	12,1	13,2	14,7	16,7	19,5	23,7
	6,0%	8,5	9,0	9,6	10,3	11,2	12,2	13,6	15,5	18,1
	7,0%	7,4	7,8	8,3	8,8	9,5	10,3	11,3	12,6	14,3
	8,0%	6,5	6,8	7,2	7,6	8,1	8,7	9,5	10,4	11,6
	9,0%	5,6	5,9	6,2	6,6	7,0	7,4	8,0	8,7	9,6

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,0 mld PLN, co odpowiada 13,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 16,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z premią do grupy porównawczej.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
YARA*	28,6	15,2	11,6	10,8	7,9	6,5	23,1	13,2	10,2
ACRON	12,2	11,6	10,0	8,0	7,6	6,9	10,1	9,6	8,7
PHOSAGRO	8,9	8,9	8,5	6,3	6,1	5,6	7,9	7,6	7,0
URALKALI	4,2	4,3	-	4,9	4,5	-	6,5	6,2	-
NUTRIEN*	21,2	17,9	15,7	11,3	9,5	8,5	18,4	14,6	13,1
MOSAIC	19,6	15,0	12,8	8,6	7,3	6,7	16,1	12,8	10,7
CF INDUSTRIES	40,3	26,8	22,2	11,1	9,3	8,4	23,0	16,5	15,8
ISRAEL CHEMICALS	21,6	16,8	15,1	10,7	8,0	8,5	17,3	10,0	12,5
GRUPA AZOTY	24,3	19,4	13,1	4,9	4,7	3,9	21,4	18,1	11,9
PUŁAWY	15,7	15,4	12,3	4,5	4,2	3,9	13,1	11,3	9,1
MEDIANA	20,4	15,3	12,8	8,3	7,4	6,7	16,7	12,0	10,7
POLICE	-	15,5	13,0	10,1	7,8	6,5	31,9	18,5	13,2
Premia/dyskonto do spółki	-	1,2%	1,6%	21,4%	4,6%	-2,6%	90,7%	53,3%	23,4%
Wycena wg wskaźnika	-	16,5	16,5	12,8	15,8	17,3	6,2	9,3	12,8
Waga roku	-	50,0%	50,0%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		16,5			15,3			9,4	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	13,8								

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

WYNIKI 2Q'18

Wyniki 2Q'18 okazały się zbieżne z szacunkami publikowanymi 14.08 i jednocześnie wyraźnie słabsze od naszych pierwotnych założeń i konsensusu. Źródłem rozczarowania okazał się segment nawozowy, który wygenerował ok. 9 mln PLN straty EBITDA wobec oczekiwanych zysków. Wynik obciążyła też strata spółki Polimery Police (-3,5 mln PLN). One-offs w finansówce -52 mln PLN (utrata kontroli nad spółką zależną- AFRIG). Wpływ na wynik netto jed. dominującej to -44 mln PLN. CFO wyniósł 63,7 mln PLN vs 23,9 mln PLN przed rokiem, a CAPEX 44,7 mln PLN vs 31,5 mln PLN przed rokiem. W rezultacie dług netto nieznacznie spadł do 279 mln PLN (289 mln PLN w 1Q'18).

W komentarzu do perspektyw wynikowych spółka wskazuje na duży wzrost podaży soli potasowej (2 kopalnie Eurochem w Rosji dostarcza ponad 8 mln ton zdolności produkcyjnych). Wciąż problemy z jakością MOP ma K+S w Kanadzie. Oczekuje się tych zdolności w 2019 roku. W pozostałych produktach nawozowych oczekiwany jest wzrost cen. W przypadku bieli tytanowej spółka spodziewa się korekty cenowej o 60 EUR/t w 3Q'18 i kontynuacji trendu w 4Q'18 z uwagi na wzrost podaży produktu.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'17	2Q'18	zmiana r/r	2Q'18 szac.	różnica	2Q'18P BDM*	różnica	2Q'18P konsens	różnica
Przychody	650,4	630,4	-3,1%	630,3	0,0%	667,8	-5,6%	587,6	7,3%
Wynik brutto na sprzedaży	140,0	71,5	-48,9%			90,4	-20,9%		
EBITDA	92,9	25,2	-72,9%	25,2	0,1%	43,3	-41,8%	42,3	-40,4%
EBITDA Adj.	88,2	25,2	-71,4%	25,2	0,1%	43,3	-41,8%	42,3	-40,4%
EBIT	67,7	-3,2				14,6	-121,7%		
Zysk brutto	68,7	-55,2				-40,3	36,9%		
Zysk netto	54,9	-46,6		-48,6	-4,1%	-32,7	42,7%		
Zysk netto adj.	50,1	-2,6		-4,6		11,9	-121,9%	10,5	-124,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,5%	11,3%				13,5%			
Marża EBITDA Adj.	13,6%	4,0%		4,0%		6,5%		7,2%	
Marża EBIT	10,4%	-0,5%				2,2%			
Marża zysku netto adj.	7,7%	-0,4%		-0,7%		1,8%		1,8%	
P/E 12m		15,9							
EV/EBITDA adj. 12m		8,2							

Źródło: BDM, spółka. Prognoza BDM i konsensus sprzed publikacji szacunków (14.08.18)

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

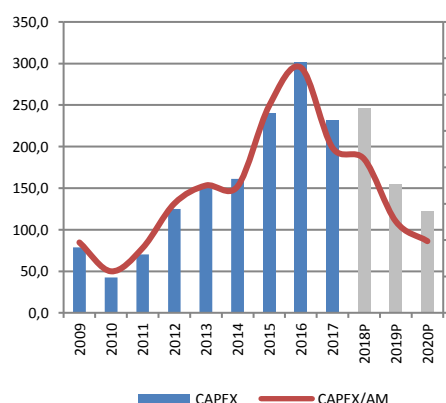
CAPEX w latach 2018-2019 jest nieznacznie wyższy od naszych oczekiwań z lutego 2018 roku i wynika z kilku mniejszych inwestycji o charakterze modernizacyjnym (m.in. w sekcji amoniaku). W przypadku projektu Polimery Police (PDH+PP) uwzględniliśmy cały budżet inwestycji (tzw. core CAPEX+ koszty finansowania) w wysokości ok. 1,27 mld EUR.

Główne inwestycje spółki [mln PLN]

	Budżet	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Razem
rozbudowa instalacji odsiarczania gazów pokalcyfajcyjnych	8,9	5,0										5,0
Węzeł oczyszczania spalin i modernizacja ECII	290,9	25,0	40,9	40,9	74,3							181,1
Modernizacja instalacji amoniaku	156,9	61,3	82,6	6,8								150,7
Zmiana technologii produkcji kwasu fosforowego DA-HF	73,7	2,7	25,0	25,0	21,0							73,7
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	14,8		3,9									3,9
modernizacja magazynu surowca fosforytów	8,4		8,4									8,4
PDH+polipropylen	5 442,9	32,6	56,5	17,6	94,0	273,0	1 092,1	1 638,2	2 238,9			5 442,9
Rozwój logistyki II etap	29,6	8,0	17,3	4,3								29,6
Modernizacja turbozespołu TUP-12	16,0		0,6	10,0	5,4							16,0
Wymiana suszarni nawozów	12,0			1,0	11,0							12,0
Wykonanie i wymiana wymienników ciepła na instalacji amoniaku	15,5					15,5						15,5
Wymiana wieży WA II Ciąg 7	14,0					14,0						14,0
Zakup AFRIG (III transe)	102,8	71,1										71,1
Poszukiwanie minerałów		24,3	22,8									47,1
odtworzeniowy, inne		112,9	43,8	134,4	113,2	119,7	121,0	121,2	121,4	121,6	121,7	1 131,0
amortyzacja		84,3	89,2	102,1	113,2	119,7	121,0	121,2	121,4	121,6	121,7	1 115,5
RAZEM		342,9	323,8	252,8	318,9	422,2	1 213,2	1 759,4	2 360,3	121,6	121,7	7 236,7
RAZEM bez PDH*		310,3	267,3	235,2	235,8	149,2	121,0	121,2	121,4	121,6	121,7	1 804,6

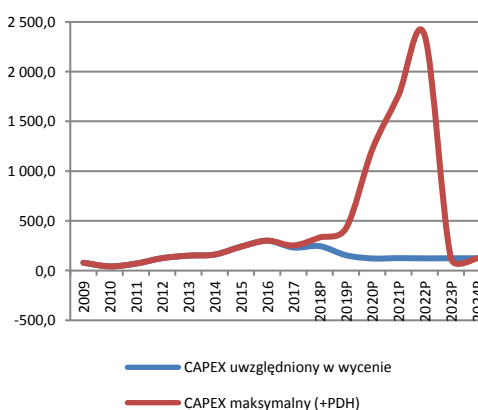
Źródło: BDM S.A., spółka. *-nieuwzględnione w cash flow spółki- osobny DCF. **- projekt wstrzymany

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.

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

Główne założenia kwartalne

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	465,5	470,5	405,5	403,1	429,4	435,2	455,3	423,0	454,2	497,8	497,0	522,0
Pszenica [USD/t]	171,0	172,9	149,0	148,1	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	182,6	191,8
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	35,1	47,0	47,0	51,1	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	75,3	78,2
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	12,7	13,2	13,1	17,3	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	28,9
[USD/MMBTU]	4,1	4,4	4,3	5,5	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	9,9
Gaz taryfa PGNIG [EUR/MWh]**	21,8	19,7	18,1	18,8	21,2	23,4	21,7					
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	295,3	266,7	257,7	235,0	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	269,2	270,0
DAP [USD/t]	346,7	331,7	322,3	304,3	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	420,9	440,0
Mocznik [USD/t]	196,3	194,3	181,3	205,0	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	260,0	280,0
Amoniak [USD/t]	269,5	273,6	204,6	186,0	290,0	281,3	196,6	278,1	284,5	229,9	305,6	350,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	1 955,0	1 971,7	2 105,0	2 155,0	2 230,0	2 373,3	2 720,0	2 845,0	2 915,0	2 965,0	2 953,0	2 805,4
AdBlue [USD/t]	63,8	63,2	58,9	66,6	78,3	61,6	66,4	76,9	73,9	73,0	84,5	91,0
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	105,0	101,7	97,0	97,0	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	125,7
Sól potasowa [USD/t]	248,0	240,0	228,0	225,3	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	246,7	270,0
Siarka [USD/t]	142,0	117,3	105,0	96,0	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	126,1
Ilmenit [USD/t]	81,0	98,7	134,3	166,7	248,3	253,3	217,0	221,0	213,7	196,7	211,7	201,1
Węgiel [PLN/t]	234,0	234,0	234,0	234,0	252,7	252,7	252,7	252,7	303,3	303,3	303,3	303,3
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5
Waluty												
EUR/PLN	4,36	4,37	4,34	4,38	4,33	4,22	4,26	4,23	4,18	4,26	4,31	4,34
USD/PLN	3,96	3,87	3,89	4,07	4,06	3,83	3,62	3,59	3,40	3,58	3,72	3,72
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,17	1,18	1,23	1,19	1,16	1,17

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

Główne założenia kwartalne [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P
Przychody	686,5	605,1	548,5	577,4	699,3	650,4	531,3	718,6	615,0	630,4	587,8	899,5
Nawozy	605,5	506,5	455,3	482,8	598,1	543,0	421,4	605,0	492,2	510,3	464,9	783,4
Wieloskładnikowe	426,0	366,1	335,8	357,3	393,7	351,0	302,0	411,9	297,6	352,2	354,2	549,8
NPK	297,4	262,2	248,0	352,8	283,7	291,0	249,0	321,9	222,6	299,2	294,7	412,6
NP&PK&NS	128,6	103,9	87,8	4,5	110,0	60,0	53,0	90,0	75,0	53,0	59,5	137,3
Mocznik	101,0	72,2	62,3	69,9	107,3	84,6	70,5	101,3	92,2	93,9	99,0	124,0
Pozostałe (gł. amoniak)	78,5	68,2	57,2	55,7	97,1	107,4	48,9	91,8	102,4	64,3	11,7	109,6
Pigmenty (gł. biel)	71,1	85,4	79,9	71,6	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	112,7	105,0
Pozostałe (gł. AdBlue)	10,0	13,1	13,4	23,0	12,3	10,0	11,1	12,9	13,2	11,0	10,2	11,1
Udział												
Nawozy	88,2%	83,7%	83,0%	83,6%	85,5%	83,5%	79,3%	84,2%	80,0%	81,0%	79,1%	87,1%
Wieloskładnikowe	62,1%	60,5%	61,2%	61,9%	56,3%	54,0%	56,8%	57,3%	48,4%	55,9%	60,3%	61,1%
NPK	43,3%	43,3%	45,2%	61,1%	40,6%	44,7%	46,9%	44,8%	36,2%	47,5%	50,1%	45,9%
NP&PK&NS	18,7%	17,2%	16,0%	0,8%	15,7%	9,2%	10,0%	12,5%	12,2%	8,4%	10,1%	15,3%
Mocznik	14,7%	11,9%	11,4%	12,1%	15,3%	13,0%	13,3%	14,1%	15,0%	14,9%	16,8%	13,8%
Pozostałe (gł. amoniak)	11,4%	11,3%	10,4%	9,6%	13,9%	16,5%	9,2%	12,8%	16,7%	10,2%	2,0%	12,2%
Pigmenty (gł. biel)	10,4%	14,1%	14,6%	12,4%	12,7%	15,0%	18,6%	14,0%	17,8%	17,3%	19,2%	11,7%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,5%	2,2%	2,4%	4,0%	1,8%	1,5%	2,1%	1,8%	2,1%	1,8%	1,7%	1,2%
Zmiana r/r	-8,0%	-12,8%	-8,6%	-17,7%	1,9%	7,5%	-3,1%	24,5%	-12,1%	-3,1%	10,6%	25,2%
Nawozy	-8,1%	-15,9%	-13,7%	-23,5%	-1,2%	7,2%	-7,5%	25,3%	-17,7%	-6,0%	10,3%	29,5%
Wieloskładnikowe	-3,5%	-7,5%	-18,9%	-16,5%	-7,6%	-4,1%	-10,1%	15,3%	-24,4%	0,3%	17,3%	33,5%
NPK	8,0%	1,0%	-14,3%	-15,3%	-4,6%	11,0%	0,4%	-8,8%	-21,5%	2,8%	18,4%	28,2%
NP&PK&NS	-22,5%	-23,8%	-29,5%	-61,9%	-14,5%	-42,3%	-39,6%	1919,5%	-31,8%	-11,7%	12,3%	52,5%
Mocznik	-12,8%	-23,2%	3,4%	-28,7%	6,2%	17,2%	13,1%	44,9%	-14,1%	10,9%	40,4%	22,4%
Pozostałe (gł. amoniak)	-22,9%	-39,2%	6,8%	-47,2%	23,8%	57,5%	-14,6%	65,0%	5,4%	-40,1%	-76,1%	19,4%
Pigmenty (gł. biel)	-6,6%	7,4%	39,8%	26,4%	25,0%	14,0%	23,6%	40,6%	23,3%	11,9%	14,1%	4,3%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-10,2%	10,1%	-11,6%	66,9%	23,3%	-23,5%	-16,6%	-43,7%	7,4%	10,2%	-8,5%	-14,4%
EBIT	84,5	7,7	-1,4	-20,5	59,8	67,6	19,5	-18,5	40,1	-3,2	2,1	12,9
Nawozy	86,1	3,4	-8,2	-30,1	46,0	56,0	-4,0	-36,0	15,6	-30,8	-12,5	-3,9
Pigmenty	-2,1	3,3	5,0	7,4	14,8	19,3	23,3	18,5	28,8	27,4	17,3	19,7
Pozostałe	0,5	0,9	1,8	2,2	-1,0	-7,8	0,2	-1,0	-4,3	3,8	-2,6	-2,9
Marża EBIT Adj.	12,2%	3,3%	4,0%	-0,7%	8,4%	11,8%	3,6%	5,1%	6,6%	1,0%	2,9%	3,1%
Nawozy	14,2%	2,7%	3,4%	-2,7%	7,6%	10,5%	-0,9%	2,1%	3,2%	-4,6%	0,5%	1,4%
Pigmenty	-3,2%	3,8%	5,9%	9,0%	16,4%	22,0%	23,4%	24,9%	26,0%	24,7%	15,3%	18,8%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	418,0	371,5	337,4	408,9	460,4	407,5	327,5	480,7	362,5	382,6	318,8	512,6
Wieloskładnikowe	280,0	264,5	248,4	303,2	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	236,0	360,8
NPK	201,8	210,3	204,9	251,5	222,8	227,3	197,9	263,5	154,6	225,9	197,9	276,7
NP&PK&NS	78,2	54,2	43,5	51,7	74,0	39,9	38,1	76,5	62,1	40,4	38,1	84,1
Mocznik	90,0	60,0	75,0	57,0	101,7	68,4	83,3	79,4	89,5	85,7	75,0	87,3
Pozostałe (gł. amoniak)	48,0	47,0	14,0	48,7	61,9	71,9	8,3	61,3	56,3	30,6	7,8	64,4
Pigmenty (gł. biel)	9,1	10,8	9,9	8,5	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	9,4	9,1
Pozostałe (gł. AdBlue)	27,6	37,5	40,8	59,4	27,0	29,7	32,4	32,8	36,8	29,6	32,4	32,8
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	280,0	264,5	248,4	303,2	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	236,0	360,8
Produkcja TiO2 [tys. ton]	9,1	10,8	9,9	8,5	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	9,4	9,1
Produkcja NH3 [tys. ton]	136,3	115,4	88,9	121,9	157,4	141,8	84,6	148,7	139,1	110,4	79,4	159,0
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	97,3	88,6	81,9	99,7	101,6	86,9	77,3	115,0	75,6	86,8	77,3	122,6
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	194,6	177,1	163,8	199,5	203,2	173,8	154,5	230,0	151,1	173,5	154,5	245,1
Produkcja U [tys. ton]	99,0	72,2	88,3	76,3	110,5	78,0	93,8	90,0	101,4	95,3	85,5	98,0

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

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	436,2	435,7	492,8	559,6	595,9	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7	609,7
Pszenica [USD/t]	160,3	160,1	181,1	205,6	219,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0	224,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	45,0	55,2	73,8	76,3	72,4	69,1	66,6	65,1	64,3	64,0	64,0	64,0
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	14,1	17,2	24,0	24,0	22,1	20,8	19,6	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
[USD/MMBTU]	4,6	5,7	8,3	8,4	8,1	7,8	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	19,6	22,1										
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	263,7	243,0	263,1	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
DAP [USD/t]	326,3	338,2	411,7	457,5	470,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0	480,0
Mocznik [USD/t]	194,3	217,9	248,0	287,5	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Amoniak [USD/t]	233,4	261,5	292,5	375,0	410,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 046,7	2 542,1	2 909,6	2 665,1	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0
AdBlue [USD/t]	63,7	169,3	80,6	93,4	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	100,2	90,5	105,7	130,7	134,3	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1	137,1
Sól potasowa [USD/t]	235,3	230,3	252,2	330,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Siarka [USD/t]	115,1	94,8	118,9	124,1	119,9	116,3	113,6	113,6	113,6	113,6	113,6	113,6
Ilmenit [USD/t]	120,2	234,9	205,8	191,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0	172,0
Węgiel [PLN/t]	234,0	252,7	303,3	333,6	333,6	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	250,0	255,0	260,1	265,3	270,6	276,0	281,5
Waluty												
EUR/PLN	4,36	4,26	4,27	4,40	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
USD/PLN	3,95	3,78	3,60	3,69	3,56	3,47	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
EUR/USD	1,11	1,13	1,19	1,19	1,25	1,28	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31

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

Główne założenia roczne [mln PLN]

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2 417,5	2 599,6	2 732,6	3 353,2	3 386,7	3 476,0	3 416,8	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6
Nawozy	2 050,0	2 167,5	2 250,8	2 880,2	2 946,1	3 036,6	2 978,6	3 000,4	3 000,4	3 000,4	3 000,4	3 000,4
Wieloskładnikowe	1 485,2	1 458,6	1 553,8	2 038,5	2 079,9	2 145,9	2 117,3	2 145,1	2 145,1	2 145,1	2 145,1	2 145,1
NPK	1 160,4	1 145,6	1 229,0	1 631,9	1 620,4	1 660,5	1 616,8	1 616,8	1 616,8	1 616,8	1 616,8	1 616,8
NP&PK&NS	324,8	313,0	324,8	406,5	459,5	485,4	500,4	528,2	528,2	528,2	528,2	528,2
Mocznik	305,4	363,7	409,0	520,6	506,5	493,1	480,1	480,1	480,1	480,1	480,1	480,1
Pozostałe (gł. amoniak)	259,5	345,3	288,0	321,2	359,7	397,7	381,2	375,2	375,2	375,2	375,2	375,2
Pigmenty (gł. biel)	308,0	385,7	436,2	427,5	394,9	394,9	394,9	394,9	394,9	394,9	394,9	394,9
Pozostałe (gł. AdBlue)	59,4	46,4	45,5	45,5	45,7	44,5	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3	43,3
Udział												
Nawozy	84,8%	83,4%	82,4%	85,9%	87,0%	87,4%	87,2%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%
Wieloskładnikowe	61,4%	56,1%	56,9%	60,8%	61,4%	61,7%	62,0%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%	62,4%
NPK	48,0%	44,1%	45,0%	48,7%	47,8%	47,8%	47,3%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%
NP&PK&NS	13,4%	12,0%	11,9%	12,1%	13,6%	14,0%	14,6%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Mocznik	12,6%	14,0%	15,0%	15,5%	15,0%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	10,7%	13,3%	10,5%	9,6%	10,6%	11,4%	11,2%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Pigmenty (gł. biel)	12,7%	14,8%	16,0%	12,7%	11,7%	11,4%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Pozostałe (gł. AdBlue)	2,5%	1,8%	1,7%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Zmiana r/r	-11,8%	7,5%	5,1%	22,7%	1,0%	2,6%	-1,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-15,3%	5,7%	3,8%	28,0%	2,3%	3,1%	-1,9%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-11,6%	-1,8%	6,5%	31,2%	2,0%	3,2%	-1,3%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-6,5%	-1,3%	7,3%	32,8%	-0,7%	2,5%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	-26,0%	-3,6%	3,8%	25,2%	13,0%	5,6%	3,1%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	-17,0%	19,1%	12,5%	27,3%	-2,7%	-2,6%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	-30,4%	33,0%	-16,6%	11,5%	12,0%	10,5%	-4,1%	-1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	14,3%	25,2%	13,1%	-2,0%	-7,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	14,5%	-21,9%	-1,9%	-0,1%	0,4%	-2,6%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	70,3	128,4	55,5	87,1	117,4	125,2	136,0	173,5	169,4	264,6	260,1	255,4
Nawozy	51,2	62,1	-31,5	37,9	86,0	86,6	95,9	126,8	123,8	220,0	216,6	213,1
Pigmenty	13,6	75,9	93,1	57,7	39,1	45,4	46,9	52,6	52,1	51,5	50,8	50,2
Pozostałe	5,5	-9,6	-6,0	-8,5	-7,8	-6,8	-6,8	-6,0	-6,4	-6,9	-7,4	-7,8
Marża EBIT Adj.	5,0%	7,3%	3,4%	4,5%	5,5%	6,5%	6,9%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,4%
Nawozy	5,0%	5,1%	0,2%	3,5%	5,2%	6,1%	6,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%
Pigmenty	3,9%	21,8%	21,2%	13,5%	9,9%	11,5%	11,9%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%	12,7%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1536	1676	1576	1674	1768	1856	1869	1881	1881	1881	1881	1881
Wieloskładnikowe	1096	1140	1080	1141	1206	1272	1288	1304	1304	1304	1304	1304
NPK	869	912	855	901	950	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
NP&PK&NS	228	228	225	240	256	272	288	304	304	304	304	304
Mocznik	282	333	337	358	357	357	357	357	357	357	357	357
Pozostałe (gł. amoniak)	158	203	159	174	205	227	224	220	220	220	220	220
Pigmenty (gł. biel)	38	38	37	39	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	165	122	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	1 142,4	1 157,6	1 079,8	1 141,1	1 206,0	1 272,0	1 288,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0	1 304,0
wykorzystanie mocy	86,5%	87,7%	81,8%	86,4%	91,4%	96,4%	97,6%	98,8%	98,8%	98,8%	98,8%	98,8%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	37,2	38,6	37,2	38,6	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
wykorzystanie mocy	79,3%	92,9%	96,4%	93,0%	96,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	518,7	614,9	487,8	521,3	558,6	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	93%	105%	83%	89%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	367,5	380,8	362,1	383,1	405,3	427,8	435,4	442,9	442,9	442,9	442,9	442,9
wykorzystanie mocy	77%	79%	75%	80%	84%	89%	91%	92%	92%	92%	92%	92%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	700,2	750,7	724,3	766,2	810,6	855,7	870,7	885,8	885,8	885,8	885,8	885,8
wykorzystanie mocy	69%	74%	71%	75%	79%	84%	85%	87%	87%	87%	87%	87%
Produkcja U [tys. ton]	335,7	372,4	380,2	401,2	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
wykorzystanie mocy	84%	93%	95%	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]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 461,0	1 526,9	1 659,6	1 694,2	1 695,1	1 699,0	1 700,6	1 702,8	1 704,8	1 706,7	1 708,5	1 710,1
Wartości niematerialne i prawne	69,5	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 296,3	1 407,3	1 539,9	1 574,5	1 575,4	1 579,4	1 580,9	1 583,2	1 585,2	1 587,1	1 588,9	1 590,5
Aktywa obrotowe	565,2	639,0	519,5	632,7	652,0	671,0	662,2	667,1	667,3	722,8	747,4	741,9
Zapasy	235,0	253,1	265,7	326,0	329,3	337,9	332,2	334,3	334,3	334,3	334,3	334,3
Należności krótkoterminowe	194,3	201,3	205,8	252,3	254,8	261,5	257,1	258,7	258,7	258,7	258,7	258,7
Inwestycje krótkoterminowe	98,0	145,0	8,5	14,8	28,3	31,9	33,3	34,5	34,6	90,2	114,8	109,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	95,8	145,0	8,5	14,8	28,3	31,9	33,3	34,5	34,6	90,2	114,8	109,2
Aktywa razem	2 026,3	2 165,9	2 179,1	2 326,9	2 347,0	2 370,0	2 362,8	2 369,9	2 372,1	2 429,6	2 455,9	2 452,0
Kapitał (fundusz) własny	1 072,4	1 154,8	1 114,9	1 196,1	1 259,9	1 326,1	1 400,0	1 503,0	1 592,2	1 649,7	1 676,0	1 672,1
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	254,0	295,5	364,7	364,6	413,2	471,0	533,9	603,3	692,9	752,5	781,8	781,8
Zysk (strata) netto okresu	70,9	109,0	-0,1	81,1	96,3	104,7	115,8	149,4	148,9	146,8	143,8	139,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	988,2	1 044,2	1 099,2	1 165,8	1 122,1	1 078,9	997,7	901,8	814,9	814,9	814,9	814,9
Rezerwy na zobowiązania	127,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0
Zobowiązania długoterminowe	314,4	296,7	296,7	276,7	256,7	216,7	166,7	86,7	29,1	29,1	29,1	29,1
-oprocentowane	296,4	267,6	267,6	247,6	227,6	187,6	137,6	57,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	546,7	610,4	665,4	752,1	728,4	725,1	694,0	678,1	648,7	648,7	648,7	648,7
-oprocentowane	77,9	119,4	149,4	119,4	89,4	69,4	49,4	29,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	2 026,3	2 165,9	2 179,1	2 326,9	2 347,0	2 370,0	2 362,8	2 369,9	2 372,1	2 429,6	2 455,9	2 452,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	2 417,5	2 599,6	2 732,6	3 353,2	3 386,7	3 476,0	3 416,8	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6	3 438,6
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 998,7	2 128,0	2 348,9	2 877,0	2 871,6	2 913,4	2 842,5	2 822,3	2 822,7	2 823,2	2 823,8	2 824,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	418,8	471,6	383,6	476,2	515,1	562,6	574,3	616,3	615,9	615,4	614,8	614,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	296,8	280,7	294,0	325,5	330,4	338,0	338,8	343,4	347,1	350,9	354,7	358,6
Zysk (strata) na sprzedaży	122,0	190,9	89,7	150,8	184,7	224,6	235,4	272,9	268,8	264,6	260,1	255,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-51,7	-62,5	-37,5	-63,7	-67,3	-99,4	-99,4	-99,4	-99,4	-99,4	-99,4	-99,4
EBITDA	159,5	230,5	165,4	206,8	238,4	246,4	257,5	295,0	291,1	287,0	282,7	278,2
EBIT	70,3	128,4	52,2	87,1	117,4	125,2	136,0	173,5	169,4	165,2	160,7	156,0
Saldo działalności finansowej	-15,2	-14,8	-62,4	-0,3	-11,8	-9,3	-6,5	-2,4	1,0	2,7	3,4	3,3
Zysk (strata) brutto	67,0	126,6	3,2	100,1	118,9	129,3	142,9	184,4	183,8	181,2	177,5	172,7
Zysk (strata) netto	70,9	109,0	-0,1	81,1	96,3	104,7	115,8	149,4	148,9	146,8	143,8	139,9

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	259,6	266,7	181,6	210,9	229,7	236,6	242,7	273,7	269,6	266,0	262,4	258,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-312,7	-223,8	-240,9	-154,6	-121,1	-124,2	-122,0	-122,8	-122,8	-121,1	-120,3	-120,5
Przepływy z działalności finansowej	52,1	7,3	-77,2	-50,0	-95,1	-108,8	-119,4	-149,8	-146,7	-89,3	-117,4	-143,8
Przepływy pieniężne netto	-1,0	50,1	-136,5	6,3	13,5	3,6	1,4	1,2	0,2	55,6	24,6	-5,6
Środki pieniężne na początek okresu	95,1	95,8	145,0	8,5	14,8	28,3	31,9	33,3	34,5	34,6	90,2	114,8
Środki pieniężne na koniec okresu	95,8	145,0	8,5	14,8	28,3	31,9	33,3	34,5	34,6	90,2	114,8	109,2

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	7,5%	5,1%	22,7%	1,0%	2,6%	-1,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	44,5%	-28,2%	25,0%	15,3%	3,4%	4,5%	14,6%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	-1,6%
EBIT zmiana r/r	82,7%	-59,4%	67,0%	34,7%	6,7%	8,6%	27,5%	-2,3%	-2,5%	-2,7%	-2,9%
Zysk netto zmiana r/r	53,7%	-100,1%	-66014,4%	18,7%	8,7%	10,6%	29,0%	-0,3%	-1,4%	-2,1%	-2,7%
Marża brutto na sprzedaży	18,1%	14,0%	14,2%	15,2%	16,2%	16,8%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
Marża EBITDA	8,9%	6,1%	6,2%	7,0%	7,1%	7,5%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%
Marża EBIT	4,9%	1,9%	2,6%	3,5%	3,6%	4,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%
Marża brutto	4,9%	0,1%	3,0%	3,5%	3,7%	4,2%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,0%
Marża netto	4,2%	0,0%	2,4%	2,8%	3,0%	3,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%
COGS / przychody	81,9%	86,0%	85,8%	84,8%	83,8%	83,2%	82,1%	82,1%	82,1%	82,1%	82,1%
SG&A / przychody	10,8%	10,8%	9,7%	9,8%	9,7%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%
SG&A / COGS	13,2%	12,5%	11,3%	11,5%	11,6%	11,9%	12,2%	12,3%	12,4%	12,6%	12,7%
ROE	9,4%	0,0%	6,8%	7,6%	7,9%	8,3%	9,9%	9,4%	8,9%	8,6%	8,4%
ROA	5,0%	0,0%	3,5%	4,1%	4,4%	4,9%	6,3%	6,3%	6,0%	5,9%	5,7%
Dług	386,9	416,9	366,9	316,9	256,9	186,9	86,9	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	26,5%	26,5%	24,8%	20,9%	16,9%	12,4%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	17,9%	19,1%	15,8%	13,5%	10,8%	7,9%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	33,5%	37,4%	30,7%	25,2%	19,4%	13,4%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	241,9	408,4	352,1	288,6	225,0	153,6	52,4	-34,6	-90,2	-114,8	-109,2
Dług netto / kapitał własny	20,9%	36,6%	29,4%	22,9%	17,0%	11,0%	3,5%	-2,2%	-5,5%	-6,8%	-6,5%
Dług netto / EBITDA	1,0	2,5	1,7	1,2	0,9	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
Dług netto / EBIT	1,9	7,8	4,0	2,5	1,8	1,1	0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7
EV	1 498,2	1 664,7	1 608,4	1 544,9	1 481,2	1 409,9	1 308,7	1 221,6	1 166,0	1 141,5	1 147,0
Dług / EV	25,8%	25,0%	22,8%	20,5%	17,3%	13,3%	6,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	9,6%	9,5%	5,6%	3,6%	3,7%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	227,0%	217,2%	128,9%	100,7%	103,2%	101,3%	101,8%	101,7%	101,6%	101,4%	101,3%
Amortyzacja / Przychody	4,2%	4,4%	4,4%	3,6%	3,6%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,8%	-5,0%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	11,5	-10 207,7	15,5	13,0	12,0	10,9	8,4	8,4	8,6	8,7	9,0
P/BV*	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
P/CE*	6,0	11,1	6,3	5,8	5,6	5,3	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8
EV/EBITDA*	6,5	10,1	7,8	6,5	6,0	5,5	4,4	4,2	4,1	4,0	4,1
EV/EBIT*	11,7	31,9	18,5	13,2	11,8	10,4	7,5	7,2	7,1	7,1	7,4
EV/S*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	15,4	14,9	15,9	16,8	17,7	18,7	20,0	21,2	22,0	22,3	22,3
EPS	1,5	0,0	1,1	1,3	1,4	1,5	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
CEPS	2,8	1,5	2,7	2,9	3,0	3,2	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5
FCFPS	-0,1	-1,1	0,5	1,3	1,3	1,4	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
DPS w okresie	0,42	0,53	0,00	0,43	0,51	0,56	0,62	0,80	1,19	1,57	1,92
Payout ratio	44,4%	36,5%	0,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	80,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 16,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji Police

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	15,3	Trzymaj	19,17*	24.09.2018	9:42 CEST	16,8	58 237,8
Trzymaj	19,7	Trzymaj	22,4	14.02.2018	13:35 CEST	19,8	63 319,7
Trzymaj	22,4	Trzymaj	21,3	27.07.2017	8:35 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

*- skorygowane o DIV (0,53 PLN/akcję w 2018 roku)

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	27%	1	100%
Akumuluj	2	18%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	6	55%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.09.2018 roku (9:42 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.09.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.