

wtorek, 7 czerwca 2016 | aktualizacja raportu

Grupa Azoty: kupuj (podtrzymana)

ATT PW; ATT.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Przereagowanie spadków na cenach nawozów

Po znaczącej korekcie cen nawozów na rynkach zagranicznych, marże na ich produkcji dla europejskich producentów spadły do poziomów o 10-36% niższych niż wynosi średnia za ostatnie trzy lata. Również relacje cen nawozów w stosunku do cen pszenicy i kukurydzy są obecnie o około 20-40% niższe niż wynika to z trzyletnich średnich. Liczymy na odbicie cen nawozów syntetycznych w krótkim terminie, co powinno pozytywnie wpływać na sentyment do akcji spółek nawozowych. W 2Q'16 Grupa Azoty korzystać będzie z niższych o około 28% r/r cen gazu (-8% q/q) oraz faktu, że ceny nawozów syntetycznych na terenie kraju według danych IERGIz zanotowały jedynie jednocyfrowy spadek r/r (ceny nawozów na świecie YTD w USD spadły o 7-34% r/r). W 2016 roku oczekujemy powtórzenia wyniku EBITDA w segmencie nawozów oraz około 80% r/r wzrostu wyników w segmencie produktów chemicznych (efekt rekordowych marży na melaminie). Zakładając nasze prognozy Grupa Azoty jest obecnie notowana z około 15% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E'16 oraz 23% dyskontem na EV/EBITDA'16. W krótkim terminie liczymy na wzrost wyników finansowych w 2Q'16 oraz poprawę wolumenu sprzedaży nawozów po 1Q'16. Korygujemy nasze prognozy nawozów oraz naszą cenę docelową z 100,2 PLN do 86,1 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj (podwyższyliśmy rekomendację z trzymaj do kupuj w raporcie miesięcznym w dniu 02.06.2016).

Słabe wolumeny w 1Q'16, szansa na odbicie w 2Q'16

W 1Q'16 spadki wolumenu sprzedaży w Grupie Azoty sięgnęły 6-7% r/r i były zgodne z trendami notowanymi przez zagranicznych konkurentów (Acron, Mosaic, Uralkali, Yara). Spadek sprzedaży w kraju wynikał z opóźnienia w przyznawaniu dotacji UE dla rolników oraz wcześniejszych niż w poprzednim roku Świąt Wielkanocnych. Liczymy na odbicie sprzedaży w 2Q'16 (nasze oczekiwania +2% r/r), co wynika ze spadku cen nawozów oraz polepszenia relacji cen nawozów do cen płodów rolnych.

Możliwy dobry kwartał w 2Q'16

Niższa o 8% q/q cena zakupowa gazu dla Grupy Azoty oraz wyraźnie mniej dynamiczne niż na rynkach zagranicznych spadki cen nawozów powinny naszym zdaniem przełożyć się na wzrost wyniku EBITDA segmentu nawozów 2Q'16 o około 5% r/r. Dobre rezultaty powinien dostarczyć również segment produktów chemicznych (EBITDA +92% r/r), co związane jest z obecnie rekordowymi marżami na melaminie. Oczekujemy w 2Q'16 spadku przychodów o 6% r/r oraz wzrostu wyniku EBITDA o 11% r/r.

Rewizja projektów inwestycyjnych przez nowy zarząd

Po wynikach 1Q'16 nowy Zarząd Grupy Azoty poinformował, że przeanalizuje zasadność i rentowność podjętych projektów inwestycyjnych. Naszym zdaniem spowoduje to opóźnienie w realizacji wydatków, co sprawia, że osiągnięcie CAPEX na poziomie 2,0 mld PLN będzie bardzo ambitnym zadaniem. Naszym zdaniem tegoroczny CAPEX wyniesie maksymalnie 1,7 mld PLN, a wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec roku 0,4x.

(mIn PLN)	2014	2015*	2016P	2017P	2018P
Przychody	9 898,5	10 024,4	9 776,4	9 910,9	10 124,0
EBITDA	822,4	1 309,3	1 432,2	1 319,2	1 434,5
marża EBITDA	8,3%	13,1%	14,6%	13,3%	14,2%
EBIT	302,2	830,0	915,0	773,9	844,4
Zysk netto	231,4	609,5	649,7	537,0	580,1
DPS	0,42	0,00	0,84	1,96	3,25
P/E	30,9	11,7	11,0	13,3	12,3
P/CE	9,5	6,6	6,1	6,6	6,1
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	10,1	6,0	5,9	6,6	6,0
DYield	0,6%	0,0%	1,2%	2,7%	4,5%

*Bez uwzględniania potencjalnych odpisów związanych z kopalnią fosforu w Senegale

Cena bieżąca	72,00 PLN
Cena docelowa	86,10 PLN
Kapitalizacja	7,1 mld PLN
Free float	1,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,01 mln PLN

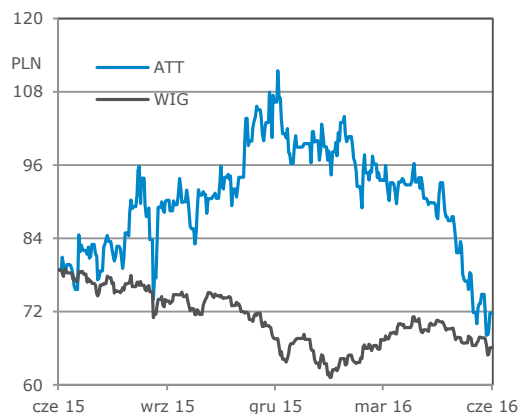
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	33,00%
Wiaczesław Kantor (Acron)	19,70%
NN OFE	9,96%
TFI PZU AM	8,60%
EBRD	5,75%
Pozostali	22,99%

Profil spółki

Grupa Azoty specjalizuje się w wytwarzaniu nawozów azotowych (saletrzane max 2,0-2,1 mln ton rocznie, siarczanu amonu max 0,7 mln ton, RSM max 1,2 mln ton oraz mocznika max 1,6 mln ton), nawozów wieloskładnikowych (max 1,8 mln ton), kaprolaktamu (max 170 tys. ton), PA6 (max 92 tys. ton), melaminy (max 96 tys. ton), plastyfikatorów (max 83,5 tys. ton), alkoholi OXO (max 205 tys. ton) oraz bieli tytanowej (max 40 tys. ton). Obok Anwil (Grupa Orlen) Azoty są jedynym dużym podmiotem zajmującym się produkcją nawozów mineralnych.

Kurs akcji ATT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Grupa Azoty	86,10	100,20	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Azoty	72,00	86,10	+19,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	-1,5%	-3,6%	-3,9%
EBITDA	-3,7%	-17,5%	-6,1%
Zysk netto	-12,9%	-33,7%	-17,2%

Analitik:

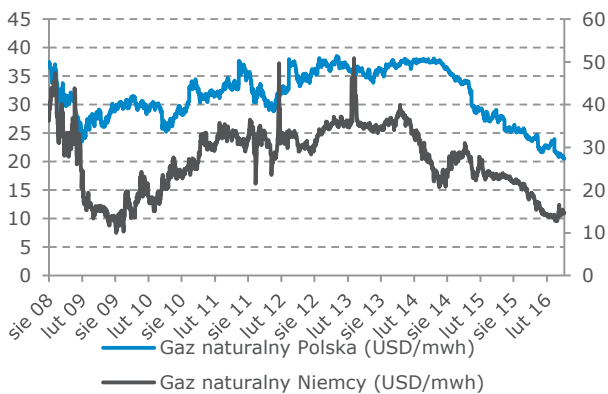
Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Otoczenie makroekonomiczne

Nawozy

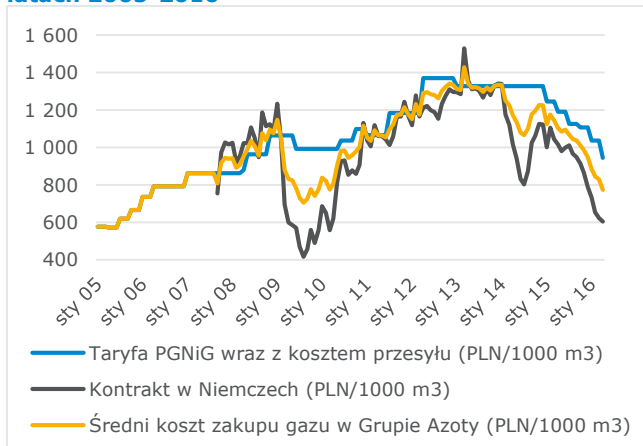
Ceny gazu w kwietniu i maju na rynku polskim dla klientów przemysłowych spadły do poziomu 944 PLN/1000 m³ (-20,7% r/r oraz -9,0% q/q), natomiast na rynku niemieckim do 632 PLN/1000m³ (-36,7% r/r oraz -5,4% q/q). Szacujemy, że **cena zakupu gazu dla Grupy Azoty w IV i V wyniosła około 788 PLN/1000 m³**, co oznacza 28,0% spadek r/r oraz **7,6% q/q**. W skali działalności Grupy oznacza to, że **z tytułu spadku cen gazu spółka w 2Q'16 jak na razie zanotuje około 150 mln PLN oszczędności**.

Ceny gazu ziemnego w Polsce i Niemczech w latach 2014-2016



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

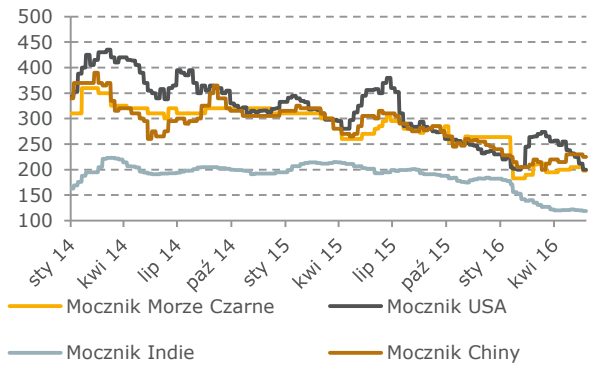
Ceny zakupu gazu ziemnego dla Grupy Azoty w latach 2005-2016



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

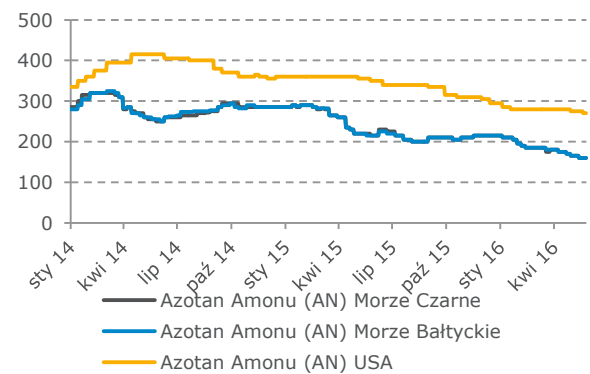
W reakcji **na spadek cen gazu, jaki miał miejsce w okresie I-V'16 zareagowały również ceny nawozów syntetycznych**. Najbardziej spadały **cenę amoniaku i mocznika** (odpowiednio -31% r/r oraz -34% r/r). Ceny **saletry amonowej** spadły o 30% r/r, **saletrzaka** o 21% r/r i RSM o 24% r/r. Niższe r/r były również ceny nawozów wieloskładnikowych – **DAP** o 25% r/r oraz **NPK** -7% r/r. Warto naszym zdaniem zauważyć, że marże benchmarkowe dla europejskich producentów nawozów spadły poniżej swoich trzyletnich średnich (marże liczone jako różnica ceny produktu i kosztu gazu potrzebnego do produkcji) dla produkcji **mocznika z amoniaku** (obecnie 16% poniżej trzyletniej średniej), **saletry** (obecnie 28% poniżej trzyletniej średniej), **saletrzaka** (obecnie 33% poniżej trzyletniej średniej), **DAP** (obecnie 36% poniżej trzyletniej średniej), **NPK** (obecnie 10% poniżej trzyletniej średniej).

Ceny mocznika w latach 2014-2016 (USD/t)



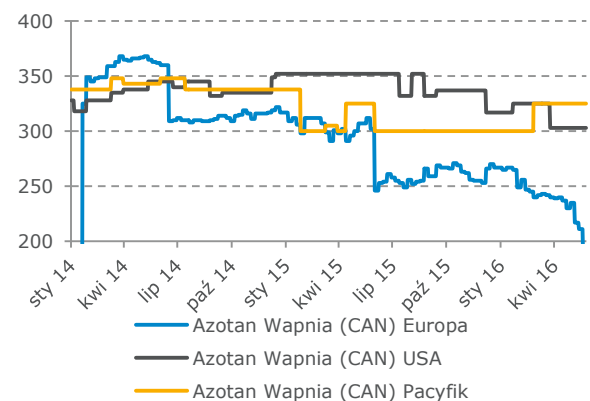
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny saletry amonowej (azotanu amonu) w latach 2014-2016 (USD/t)



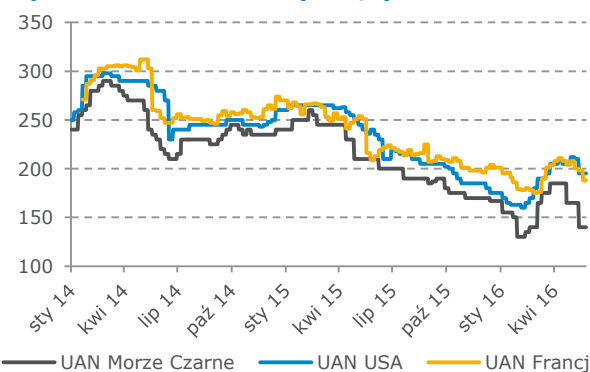
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny saletrzaka (CAN) w latach 2014-2016 (USD/t)



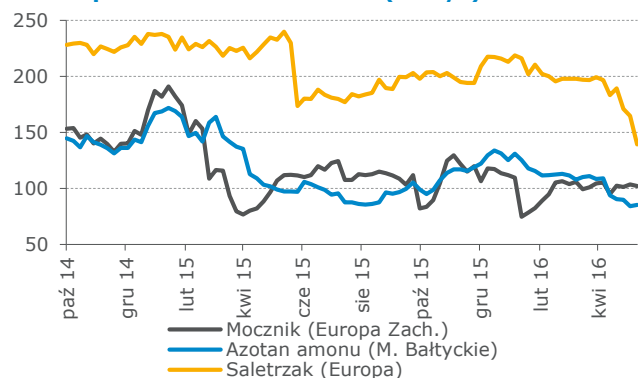
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny roztworu saletrzano-mocznikowego (UAN, RSM) w latach 2014-2016 (USD/t)



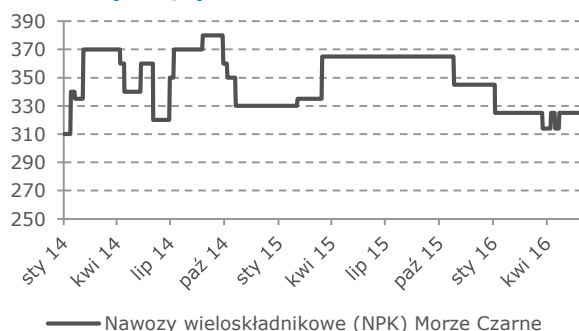
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Marża modelowa na produkcji mocznika, saletry amonowej (azotanu amonu) oraz saletrzaku (CAN) w Europie w latach 2014-2016 (USD/t)



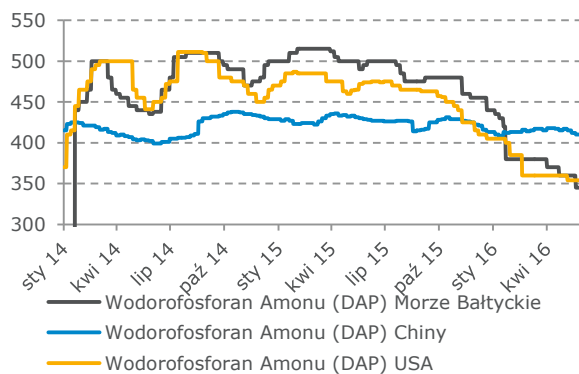
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny nawozów wieloskładnikowych (NPK) w latach 2014-2016 (USD/t)



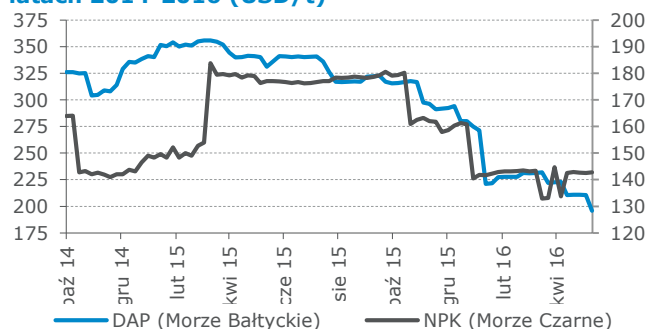
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny wodorofosforanu amonu (DAP) w latach 2014-2016 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Marża modelowa na produkcji nawozów wieloskładnikowych (DAP; LS i NPK; PS) w Europie w latach 2014-2016 (USD/t)

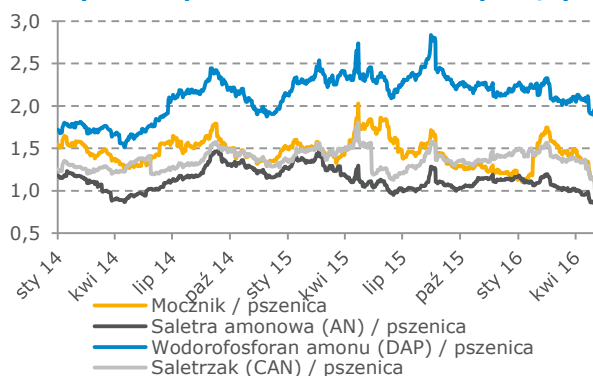


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Ceny nawozów sztucznych spadały również w relacji do cen pszenicy i kukurydzy. W I-V'16 ceny nawozów syntetycznych były o 20-30% r/r niższe, podczas gdy w tym samym czasie cena pszenicy była 16% r/r niższa, a kukurydzy 2% r/r niższa. Obecnie relacje cen nawozów syntetycznych do cen pszenicy i kukurydzy są o około 20-40% niższe niż wynosiła średnia za ostatnie trzy lata.

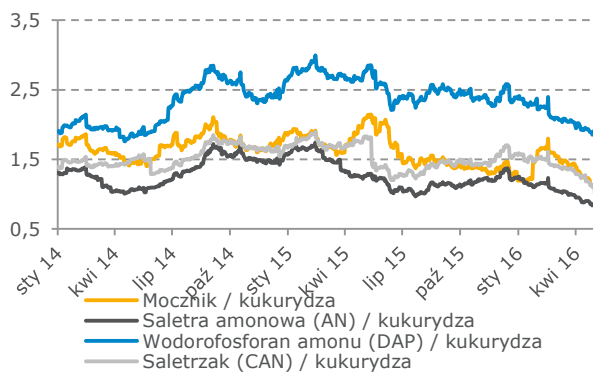
Spadek marży na produkcji nawozów dla producentów w Europie Zachodniej i nadzwyczaj niskie ceny nawozów w relacji do cen zbóż naszym zdaniem mogą przyczynić się w krótkim okresie do korekty ostatnio obserwowanych spadków. To z kolei powinno przełożyć się na poprawę sentymentu do spółek nawozowych.

Relacja cen mocznika, saletry amonowej, wodorofosforanu amonu oraz saletrzaku do cen pszenicy w Europie w latach 2014-2016 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Relacja cen mocznika, saletry amonowej, wodorofosforanu amonu oraz saletrzaku do cen kukurydzy w Europie w latach 2014-2016 (USD/t)

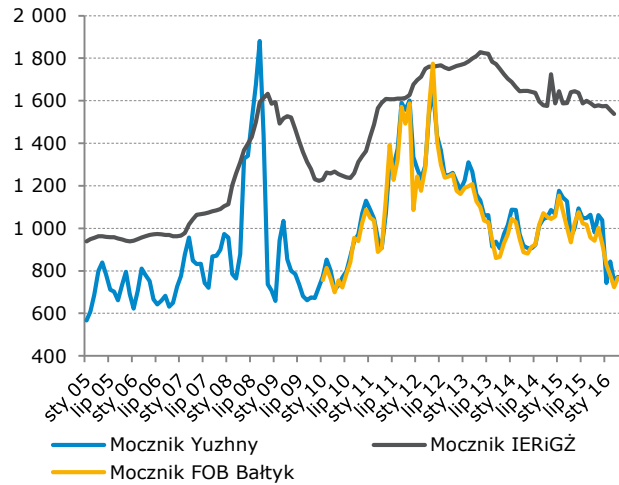


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Mimo spadków cen nawozów sztucznych na światowych rynkach (w USD) ceny na terenie Polski zachowywały się dużo bardziej stabilnie. Według danych IERiGŻ ceny mocznika w okresie I-IV'16 na terenie kraju spadły o 3,1% r/r, saletry -3,0% r/r, saletrzaku -2,1% r/r i NPK -1,7% r/r. Z jednej strony większa stabilność wynika z osłabienia PLN do USD (w I-IV'16 +6,2%) oraz większej koncentracji rynku w Polsce po konsolidacji w ramach Grupy Azoty (około 80-90% potencjału rynku należy do Grupy Azoty i Anwil).

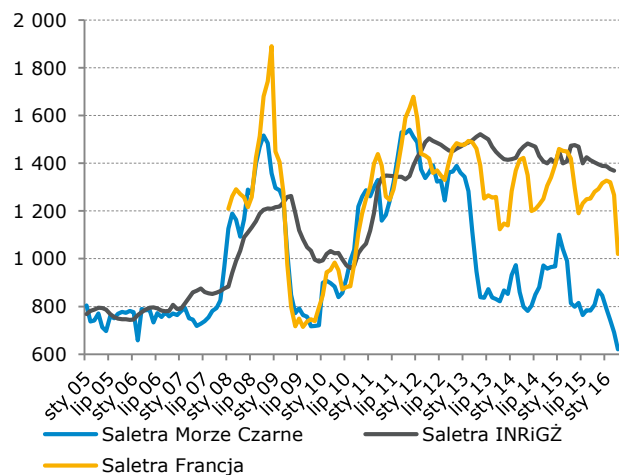
Dzięki wyższej stabilności cen na lokalnym rynku marże modelowe na produkcji nawozów względem cen gazu ziemnego są obecnie na jednym z najwyższych poziomów (dla mocznika, saletry i saletrzaku). Również na względnie wysokich poziomach kształtują się marże na produkcji nawozów wieloskładnikowych (przede wszystkim DAP).

Ceny mocznika w porcie Yuzhny, w regionie Bałtyku oraz w Polsce (IERiGŻ) w latach 2005-2016 (PLN/t)



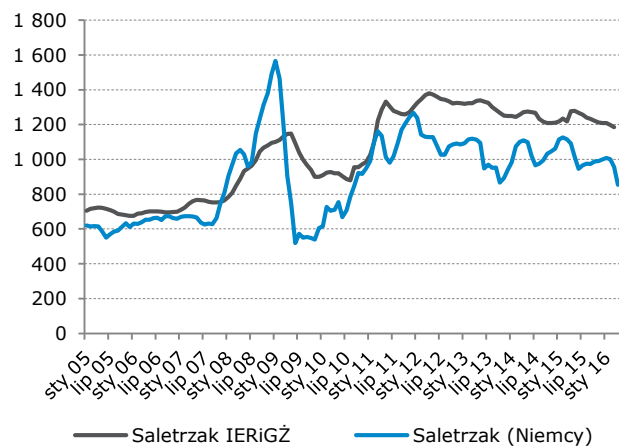
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny azotanu amonu (saletra amonowa) w regionie Morza Czarnego, we Francji oraz w Polsce (IERiGŻ) w latach 2005-2016 (PLN/t)



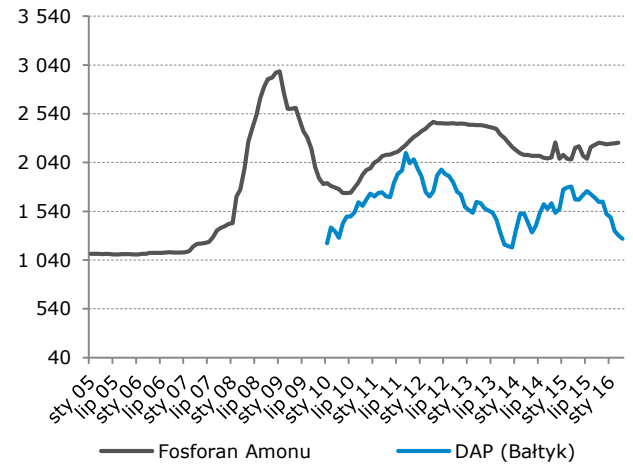
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny azotanu amonowo-wapniowego w Niemczech oraz w Polsce (IERiGŻ) w latach 2005-2016 (PLN/t)



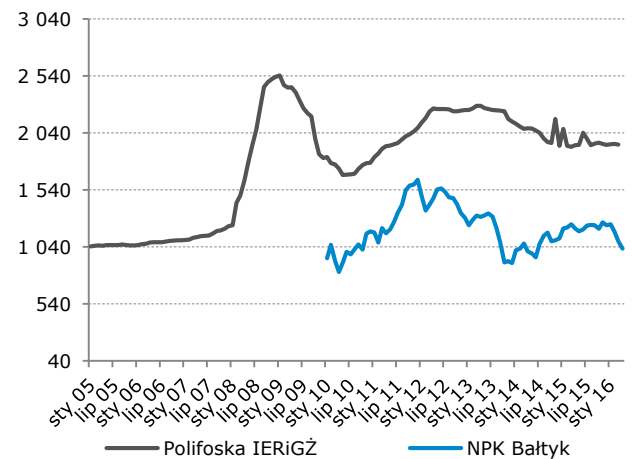
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny DAP (wodorofosforan amonu) w regionie Morza Bałtyckiego oraz fosforanu amonu w Polsce (IERiGŻ) w latach 2005-2015 (PLN/t)



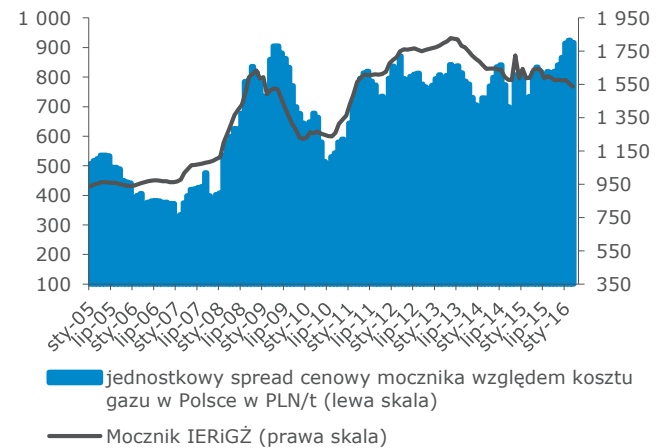
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny NPK (nawozy wieloskładnikowe) w regionie Morza Bałtyckiego oraz w Polsce (IERiGŻ) w latach 2005-2016 (PLN/t)



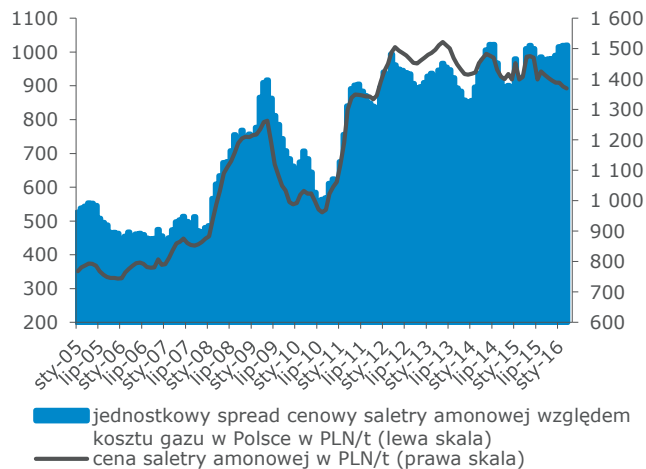
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Jednostkowy spread cenowy mocznika względem kosztu gazu w Polsce oraz cena mocznika na terenie Polski (PLN/t)



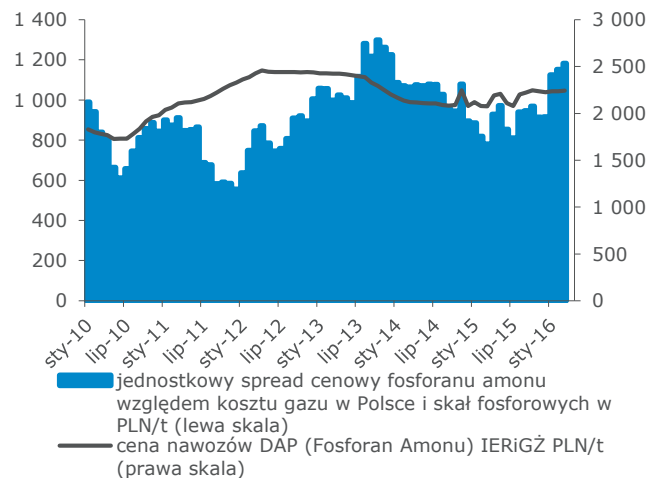
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Jednostkowy spread cenowy azotanu amonu (saletry amonowej) względem kosztu gazu w Polsce oraz cena azotanu amonu na terenie Polski



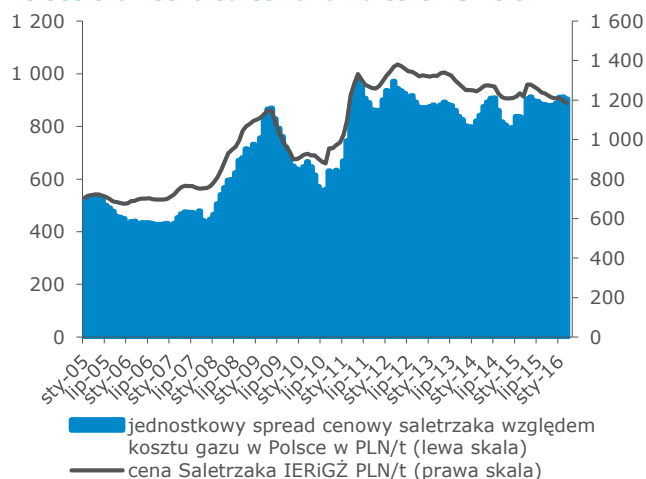
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Jednostkowy spread cenowy fosforanu amonu (DAP) względem kosztu gazu w Polsce i fosforytów oraz cena nawozu DAP na terenie Polski



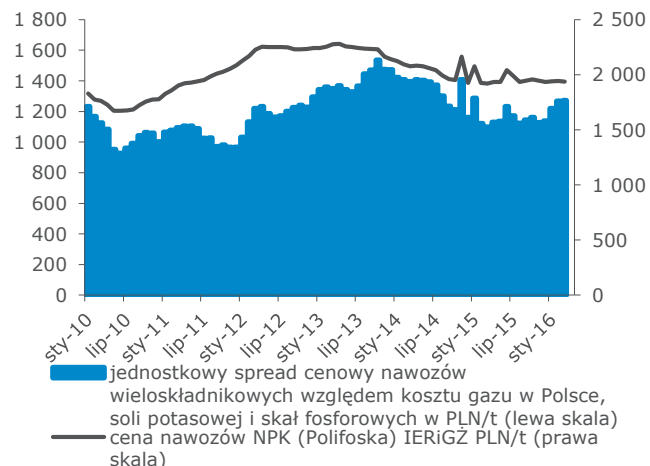
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Jednostkowy spread cenowy azotanu amonowo-wapniowego (saletrzak) względem kosztu gazu w Polsce oraz cena saletrzaka na terenie Polski



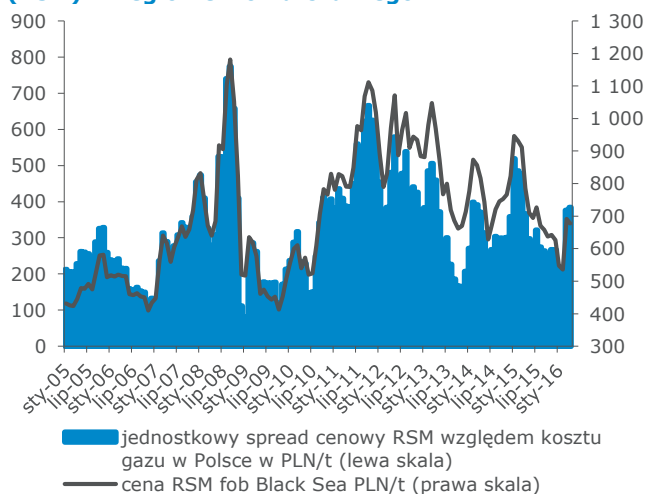
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Jednostkowy spread cenowy nawozów wieloskładnikowych (Polifoska) względem kosztu gazu w Polsce, fosforytów i soli potasowej oraz cena nawozu Polifoska na terenie Polski



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Jednostkowy spread cenowy roztworu saletrzano-mocznikowego (RSM) względem kosztu gazu w Polsce oraz cena roztworu saletrzano-mocznikowego (RSM) w regionie Morza Czarnego



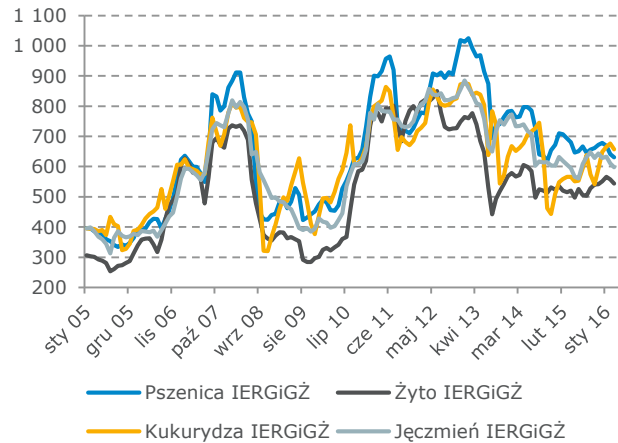
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny płodów rolnych na terenie kraju w okresie I-IV'16 były stabilne (pszenica -8,0% r/r, żyto +6,2% r/r, kukurydza +19,5% r/r, jęczmień -0,8% r/r). Wzrost cen kukurydzy na światowych rynkach w pierwszej połowie roku wynikał głównie z niskiego zaawansowania zasiewów uprawy w USA i Kanadzie, natomiast utrzymujące się niskie ceny pszenicy, to efekt oczekiwań rynku odnośnie obfitych zbiorów w Rosji. Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na giełdzie w Chicago pokazuje optymizm odnośnie przyszłego kształtowania notowań dla kukurydzy i pesymizm odnośnie pszenicy.

USDA oczekuje, że w sezonie 2015/16 podaź kukurydzy spadnie o 4,4%, przy spadku średnich zbiorów z hektara do poziomu 5,47 t/ha (najniżej od 2012/13 roku, pierwszy deficyt produkcji od 2010/11 roku). W przypadku pszenicy deficyt oczekiwany jest wzrost podaży o 1,0% r/r oraz że nadwyżka podaży nad popytem powinna utrzymywać się na poziomie porównywalnym z dwoma poprzednimi latami. Amerykańska agencja szacuje również, że w sezonie 2016/17 produkcja kukurydzy wzrośnie o 4,4% r/r przy założonych rekordowych średnich zbiorach z hektara. USDA oczekuje równowagi popytowo

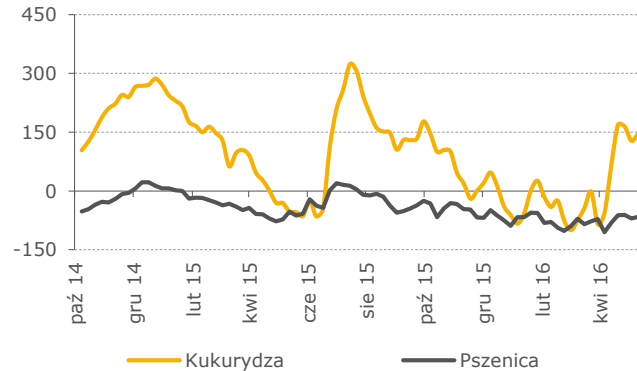
podażowej na rynku kukurydzy i stabilnych r/r zapasów. W przypadku pszenicy popyt i podaż w sezonie 2016/17 mają być stabilne r/r, ale również założenia są tworzone w oparciu o rekordowe średnie zbiory z hektara. Zapasy dla pszenicy mają rosnać na koniec sezonu w tempie 5,9% r/r.

Ceny głównych płodów rolnych na terenie Polski w latach 2014-2016 (PLN/t)



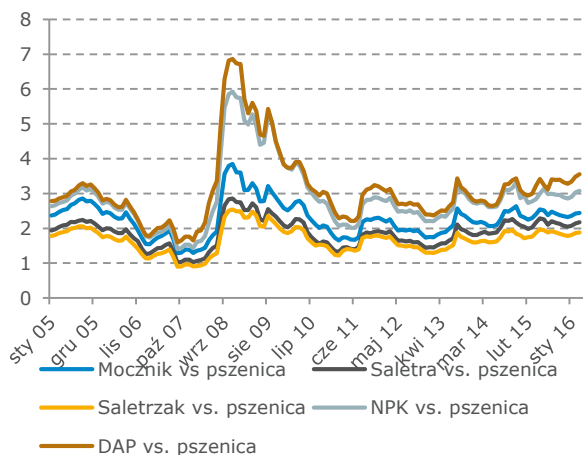
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych na pszenicę i kukurydzę na giełdzie w Chicago w latach 2005-2016



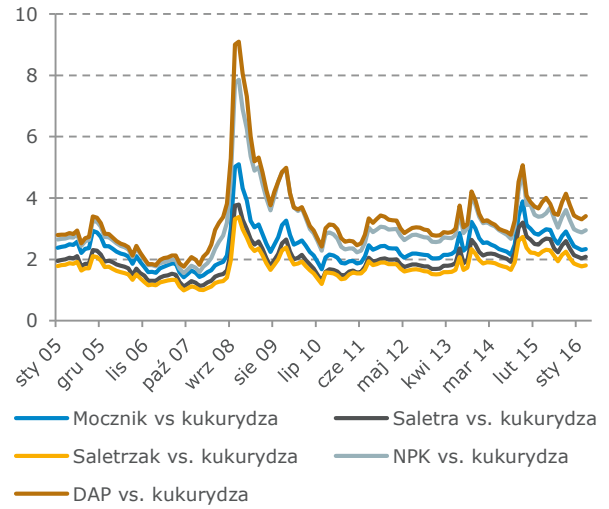
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Relacja cen mocznika, saletry amonowej, saletrzaku, wodorofosforanu amonu oraz NPK do cen pszenicy w Polsce w latach 2005-2016 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Relacja cen mocznika, saletry amonowej, saletrzaku, wodorofosforanu amonu oraz NPK do cen kukurydzy w Polsce w latach 2005-2016 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Tworzywa

Koniunktura w segmencie tworzyw sztucznych jest od początku roku pod presją słabych odczytów gospodarki chińskiej. Wysokie ceny benzenu (efekt poprawy koniunktury w styrenach) oraz niskie ceny poliamidu 6 (w ostatnim miesiącu ceny poliamidu znajdują się poniżej kosztu kaprolaktamu) powodują spadek marży na produkcji. Marże na produkcji kaprolaktamu nieznacznie odbiły w 2Q'16 w efekcie dobrych danych w europejskim Automotive, ale ich skala sugeruje spadek r/r wyników segmentu w drugim kwartale.

Spread pomiędzy cenami poliamidu 6 a kaprolaktamem (PP) oraz marże na produkcji kaprolaktamu z uwzględnieniem cen benzenu i fenolu (LP) w latach 2014-2016 (USD/t)

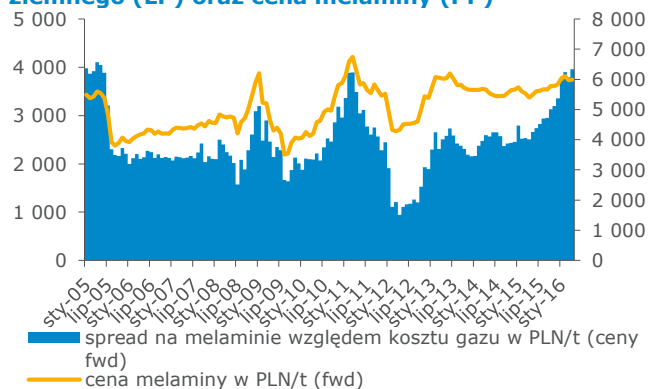


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Chemia

Segment chemii jest obecnie **beneficjentem spadku cen gazu ziemnego, co znajduje odbicie we wzroście marży na sprzedaży melaminy oraz mocznika technicznego**. Mimo spadku cen gazu ceny melaminy utrzymują się na rekordowo wysokim poziomie (efekt dobrej koniunktury w przemyśle meblarskim), podobny efekt ma miejsce w przypadku mocznika, ale jego ceny dostosowują się do rynku gazu.

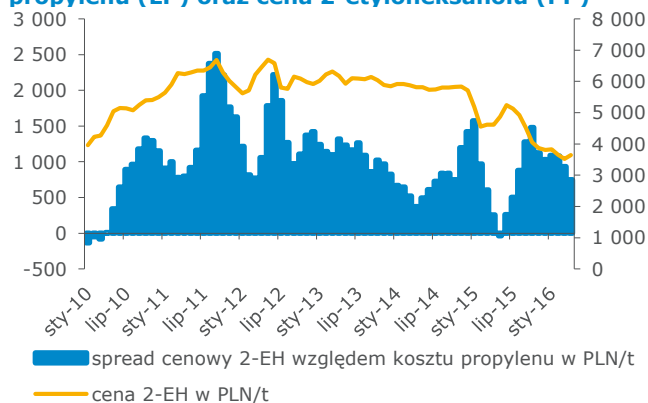
Spread pomiędzy cenami melaminy a cenami gazu ziemnego (LP) oraz cena melaminy (PP)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

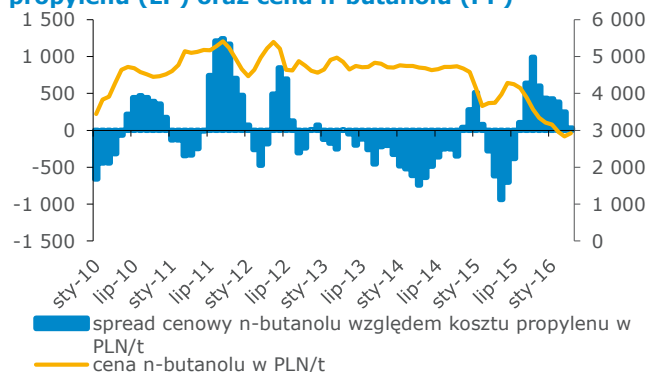
Niekorzystne z kolei otoczenie utrzymuje się w obrębie produktów OXO oraz plastyfikatorów, co wynika z dynamicznych wzrostów cen propylenu na początku roku.

Spread pomiędzy cenami 2-etyloheksanolu a cenami propylenu (LP) oraz cena 2-etyloheksanolu (PP)



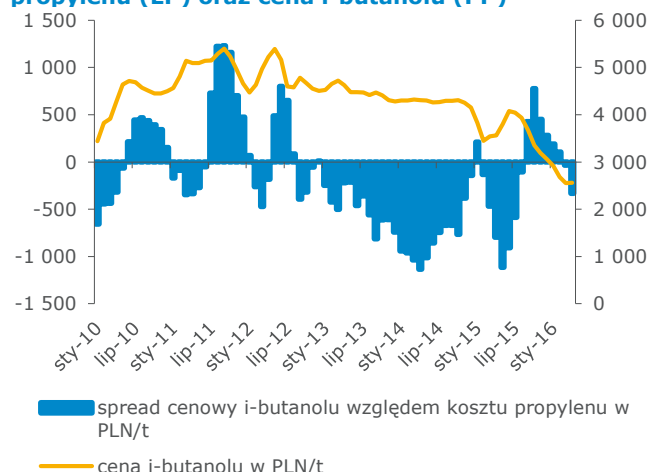
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami n-butanolu a cenami propylenu (LP) oraz cena n-butanolu (PP)



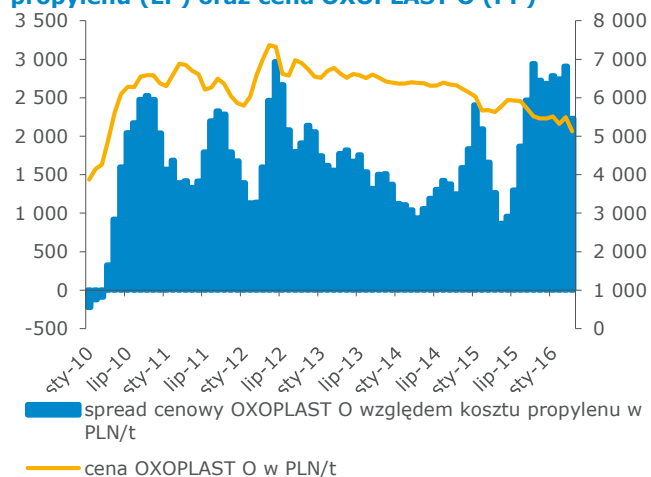
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami i-butanolu a cenami propylenu (LP) oraz cena i-butanolu (PP)



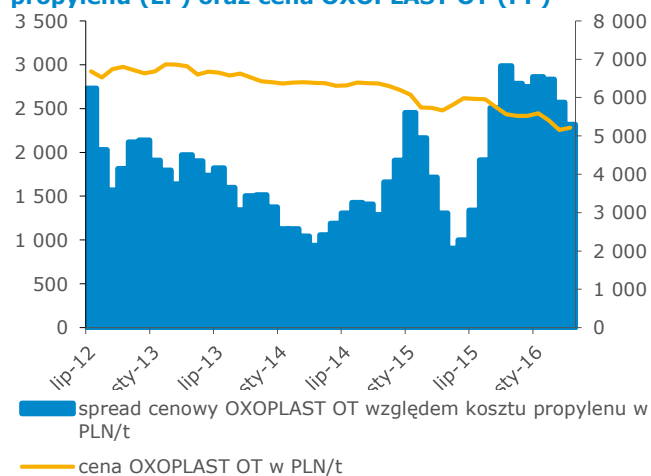
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami OXOPLAST O a cenami propylenu (LP) oraz cena OXOPLAST O (PP)



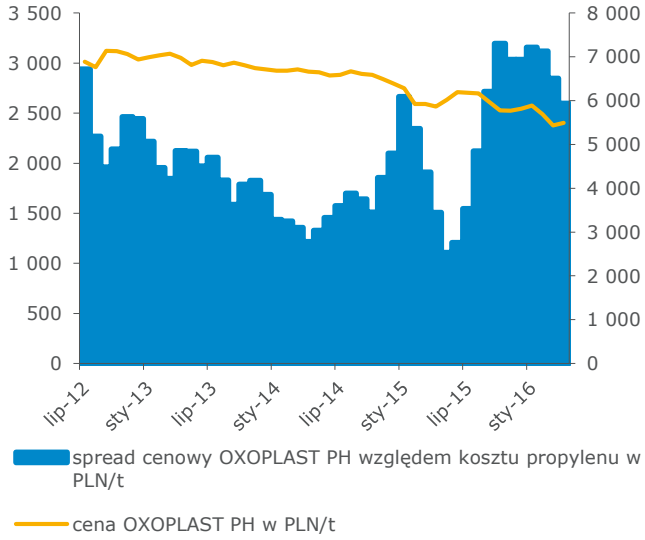
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami OXOPLAST OT a cenami propylenu (LP) oraz cena OXOPLAST OT (PP)



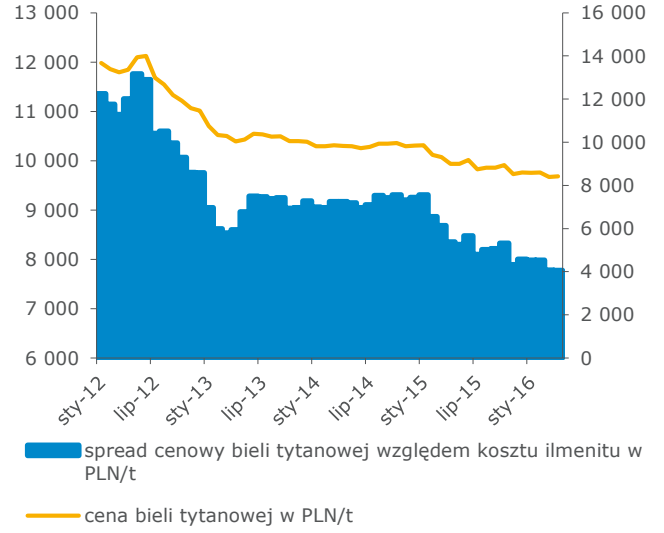
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami OXOPLAST PH a cenami propylenu (LP) oraz cena OXOPLAST PH (PP)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Spread pomiędzy cenami bieli tytanowej a cenami ilmenitu (LP) oraz cena bieli tytanowej (PP)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Wycena

Wartość spółki Grupa Azoty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 87,6 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 74,4 PLN/akcja.

(PLN)	waga	na akcję
Wycena porównawcza	50%	74,4
Wycena DCF	50%	87,6
	cena wynikowa	81,0
	cena docelowa za 9 m-cy	86,1

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych Grupy Azoty porównujemy do grupy spółek produkujących

nawozy mineralne (Acron, Agrium, CF Industries, Israel Chemicals, K+S, Mosaic, Phosagro, Potasch, Uralkali, Yara).

Analiza porównawcza

	P/E 2015	P/E 2016P	P/E 2017P	P/E 2018P	EV/EBITDA 2015	EV/EBITDA 2016P	EV/EBITDA 2017P	EV/EBITDA 2018P
ACRON	7,8	5,6	4,7	4,6	5,2	5,0	4,4	4,0
AGRIUM INC	13,3	16,5	14,6	13,0	8,5	9,8	8,9	8,1
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	8,0	16,3	13,4	10,2	6,7	7,7	6,6	5,6
ISRAEL CHEMICALS LTD	9,6	11,6	10,3	9,4	7,2	7,7	7,1	6,7
K+S AG-REG	8,1	13,0	11,4	9,6	5,5	7,8	6,6	6,0
MOSAIC CO/THE	10,1	29,0	17,7	14,3	6,1	9,7	8,2	7,6
PHOSAGRO OAO-GDR REG S	11,2	8,7	7,2	6,5	6,0	6,4	5,9	5,1
POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	11,4	24,9	18,7	17,0	7,2	11,0	9,7	9,5
URALKALI PJSC-SPON GDR-REG S	-	-	-	-	-	-	-	-
YARA INTERNATIONAL ASA	8,5	10,3	9,7	9,1	4,7	5,7	5,6	5,2
Maksimum	13,3	29,0	18,7	17,0	8,5	11,0	9,7	9,5
Minimum	7,8	5,6	4,7	4,6	4,7	5,0	4,4	4,0
Mediana	9,6	13,0	11,4	9,6	6,1	7,7	6,6	6,0
Grupa Azoty	11,7	11,0	13,3	12,3	6,0	5,9	6,6	6,0
premia (dyskonto)	22,4%	-15,5%	16,4%	28,4%	-1,0%	-23,3%	-1,2%	-0,2%

Implikowana wycena

Mediana	9,6	13,0	11,4	9,6	6,1	7,7	6,6	6,0
Dyskonto		0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%				50%		
Waga roku		33%	33%	33%		33%	33%	33%

Wartość firmy na akcję (PLN) 74,4

ACRON JSC jest zintegrowanym pionowo rosyjskim producentem nawozów mineralnych ze zróżnicowanym portfelem produktów zawierających wiele składników odżywczych, takich jak NPK i mieszanki sypkie, jak również nawozy oparte na moczniku, saetrze amonowej i RSM.

AGRIUM INC. zaopatruje w azot, potas i fosforan sektory rolnicze, przemysłowe oraz specjalnego użytku. Spółka działa na terenie obu Ameryk, zaś sprzedaje swoje produkty na całym świecie.

CF INDUSTRIES HOLDINGS INC. produkuje i dostarcza nawozy azotowe i fosforanowe na całym świecie. Głównymi produktami spółki w segmencie azotowym są amoniak, mocznik, kwas moczowy (UAN), roztwór mocznika, azotan amonu, AdBlue i wodny amoniak. Kluczowymi produktami w segmencie fosforanowym są fosforan amonu oraz fosforan monoamonowy.

ISRAEL CHEMICALS LIMITED poprzez swoje spółki

zależne rozwija, produkuje i wprowadza na rynek nawozy i produkty chemiczne w Izraelu. Spółka sprzedaje swoje produkty w Izraelu, Europie i w obu Amerykach. Wśród produktów wymienia się bromowe specjalistyczne chemikalia, potas, nawozy fosforowe oraz produkty przemysłowe.

K+S AG wytwarza i sprzedaje nawozy standardowe oraz specjalistyczne dla sektora rolniczego i przemysłowego na całym świecie. W działalności solnej, spółka produkuje sól drogową, spożywczą, przemysłową oraz sól do użytku chemicznego.

THE MOSAIC COMPANY produkuje i dostarcza składniki odżywcze dla upraw rolnych położonych na terenie Ameryki Północnej oraz na pozostałych terenach.

PHOSAGRO OAO jest światowym zintegrowanym pionowo producentem nawozów na bazie fosforanu. Spółka koncentruje się na produkcji fosforanu paszowego,

nawozów opartych na fosforanie, oraz wysokiej jakości fosforytów, a także amoniaku i nawozów azotowych. Kluczowymi produktami spółki są skoncentrowany fosforan i potas.

POTASH CORPORATION OF SASKATCHEWAN INC. wytwarza potas, fosforan oraz azot dla sektora rolniczego i przemysłowego na całym świecie. Spółka prowadzi działalność na terenie Kanady, Chile, Stanów Zjednoczonych, Brazylii i w Trinidadzie.

URALKALI PJSC produkuje potas na terenie Rosji. Spółka wydobywa i przetwarza rudę potasu oraz sprzedaje

standardowy i granulowany chlorek potasu dla sektora rolniczego oraz chemicznego. Do głównych rynków należą Brazylię, Indie, Chiny, Azja Południowo-Wschodnia, Rosja oraz Europa.

YARA INTERNATIONAL ASA produkuje, dystrybuje i sprzedaje mineralne nawozy azotowe i związane z nimi produkty przemysłowe. Spółka dostarcza i sprzedaje również szeroką gamę nawozów fosforowych i potasowych, a także specjalistyczne, kompleksowe produkty nawozów mineralnych. Yara jest największym europejskim producentem nawozów sztucznych.

Dodatkowe założenia

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment nawozów	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
AS Siarczan amonu USD/t	161	139	131	115	120	120	120	120	119
AS Siarczan amonu PLN/t	508	452	502	454	445	445	445	443	441
Mocznik (UREA) EUR/t	425	391	373	351	371	371	371	369	367
Mocznik (UREA) PLN/t	1781	1636	1583	1525	1538	1538	1538	1530	1523
AN Saletra amonowa EUR/t	351	343	332	312	324	324	324	322	321
AN Saletra amonowa PLN/t	1474	1437	1405	1355	1344	1344	1344	1338	1331
CAN (Saletrzak) EUR/t	311	297	288	267	281	281	281	279	278
CAN (Saletrzak) PLN/t	1304	1243	1219	1160	1165	1165	1165	1159	1153
NPK (Polifoska) EUR/t	533	489	460	439	458	458	458	456	454
NPK (Polifoska) PLN/t	2234	2046	1949	1905	1901	1901	1901	1892	1882
DAP (NP - fosforan amonu) EUR/t	564	507	516	512	534	534	534	531	529
DAP (NP - fosforan amonu) PLN/t	2364	2121	2187	2220	2216	2216	2216	2204	2193
RSM EUR/t	194	204	196	181	189	189	189	188	187
RSM PLN/t	814	853	829	785	783	783	783	779	776
Pszemica (rynek polski) (USD/t)	276	221	176	170	189	199	199	199	199
Pszemica (PLN/t)	872	720	703	672	700	737	737	737	737
Kukurydza (rynek polski) (USD/t)	269	207	162	175	185	194	194	194	194
Kukurydza (PLN/t)	851	674	654	691	683	719	719	719	719
Mocznik/pszenica	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Mocznik/kukurydza	2,1	2,4	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Saletra/pszenica	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8
Saletra/kukurydza	1,7	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Saletrzak/pszenica	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Saletrzak/kukurydza	1,5	1,8	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
RSM/pszenica	0,9	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
RSM/kukurydza	1,0	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Polifoska/pszenica	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
Polifoska/kukurydza	2,6	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5
Gaz naturalny (taryfa PGNiG + koszty przesyłu) PLN/1000m ³	1328	1328	1108	991	1006	1012	1018	1016	1023
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) USD/1000m ³	420	327	227	180	200	200	250	250	250
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) PLN/1000m ³	1328	1067	868	711	740	740	925	925	925
Średnia cena gazu (dla Grupy Azoty) PLN/1000m ³	1328	1221	1004	851	873	876	972	971	974
Udział zakupowanego gazu spoza PGNiG %	16%	41%	44%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Siarka USD/t	155	160	153	130	131	131	132	133	133
Siarka PLN/t	488	523	586	514	483	486	488	491	493
Sól potasowa USD/t	370	292	282	240	241	242	244	245	246
Sól potasowa PLN/t	1168	951	1078	948	892	897	901	906	910
Fosforyty USD/t	140	123	121	110	111	111	112	112	113
Fosforyty PLN/t	443	401	462	435	409	411	413	415	417
EUR/PLN	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	6,2	6,2
USD/PLN	5,8	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment tworzyw sztucznych	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
POM (Politrioksan) EUR/t	2250	2250	2087	1870	1898	1927	1955	1985	2015
POM (Politrioksan) PLN/t	9439	9414	8844	8116	7877	7995	8115	8237	8360
Poliamid 6 EUR/t	2000	2021	1610	1490	1684	1794	1750	1750	1750
Poliamid 6 PLN/t	8390	8456	6824	6467	6990	7447	7264	7264	7264
Kaprolaktam EUR/t	1886	1900	1576	1510	1635	1742	1699	1699	1699
Kaprolaktam PLN/t	7911	7950	6681	6553	6787	7230	7052	7052	7052
Benzen EUR/t	998	995	617	620	660	726	704	704	704
Benzen PLN/t	4188	4164	2617	2691	2739	3013	2922	2922	2922
Cykloheksan USD/t	1521	1557	836	747	933	1013	985	985	985
Cykloheksan PLN/t	4806	5080	3194	2950	3454	3747	3646	3646	3646
Fenol EUR/t	1582	1576	1186	1129	1268	1305	1286	1286	1286
Fenol PLN/t	6635	6596	5025	4900	5264	5417	5338	5338	5338
Ropa naftowa Brent (USD/bbl)	109	101	48	50	65	75	75	75	75
Nafta (USD/t)	900	774	428	429	557	643	643	643	643
Kaprolaktam / cykloheksan	1,6	1,6	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Kaprolaktam / fenol	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Poliamid / kaprolaktam	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Nafta / ropa naftowa	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Benzen / nafta	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Cykloheksan / benzen	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Cykloheksan / fenol	0,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Fenol / propylen	1,5	1,5	1,6	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Fenol / benzen	1,6	1,6	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8

Zródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment produktów chemicznych	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Melamina EUR/t	1408	1331	1360	1370	1333	1341	1350	1347	1356
Melamina PLN/t	5905	5570	5764	5948	5533	5565	5601	5589	5627
Oxoplast (plastyfikator) EUR/t	1565	1512	1333	1424	1548	1501	1501	1501	1501
Oxoplast (plastyfikator) PLN/t	6562	6326	6177	6179	6423	6230	6230	6230	6230
Biel tytanowa EUR/t	2442	2353	2090	2029	1947	1957	1967	1977	1987
Biel tytanowa PLN/t	10243	9843	8858	8805	8081	8122	8162	8203	8244
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) EUR/t	1446	1390	1018	1214	1271	1233	1233	1233	1233
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) PLN/t	6067	5814	4315	5270	5276	5118	5118	5118	5118
Alkohol OXO (n-butanol) EUR/t	1137	1122	838	999	1046	1015	1015	1015	1015
Alkohol OXO (n-butanol) PLN/t	4768	4694	3551	4337	4342	4212	4212	4212	4212
Alkohol OXO (i-butanol) EUR/t	1069	1023	782	933	976	947	947	947	947
Alkohol OXO (i-butanol) PLN/t	4485	4281	3314	4047	4052	3930	3930	3930	3930
Propylen EUR/t	1057	1080	733	837	921	894	894	894	894
Propylen PLN/t	4433	4517	3107	3635	3823	3709	3709	3709	3709
Metanol EUR/t	390	383	304	220	223	227	230	233	237
Metanol PLN/t	1634	1604	1289	955	927	941	955	969	984
Ilmenit (żelaziak tytanowy) USD/t	207	113	87	87	87	88	88	89	89
Ilmenit (żelaziak tytanowy) PLN/t	653	368	331	343	323	325	326	328	330
Propylen / nafta	1,6	1,8	1,9	2,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
Ilmenit / biel tytanowa	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2-Etyloheksanol / propylen	1,4	1,3	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Alkohole OXO / propylen	1,2	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
POM / metanol	5,8	5,9	5,9	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Plastyfikatory / propylen	1,5	1,4	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Melamina /gaz	4,4	4,2	5,2	6,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5

Zródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
POM	8,3	9,5	9,4	9,6	9,8	10,0	10,2	10,4	10,6
PA6	90,2	94,8	105,5	103,4	121,6	134,9	145,9	149,4	151,4
Kaprolaktam	77,9	74,7	66,4	62,0	43,3	29,6	18,3	14,7	12,7
Nawozy azotowe	4 116,9	4 298,5	4 354,2	4 275,6	4 310,7	4 347,5	4 385,6	4 425,9	4 467,2
w tym: mocznik i AdBlue	1 082,2	1 249,9	1 276,0	1 259,6	1 268,5	1 277,5	1 286,6	1 295,8	1 305,1
w tym: saletra amonowa	1 076,2	1 094,1	1 102,4	1 080,3	1 096,7	1 113,3	1 130,2	1 147,5	1 165,2
w tym: Saletrzak	577,1	639,7	647,5	634,5	636,3	638,2	640,0	641,8	643,7
w tym: RSM	671,4	568,7	613,5	601,3	613,3	625,5	638,1	650,8	663,8
w tym: granulaty (nowe instalacje)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	164,5	246,4	328,3	410,3
Nawozy wieloskładnikowe	988,6	1 089,9	1 338,5	1 318,4	1 331,6	1 344,9	1 358,4	1 372,0	1 385,7
Melamina	80,3	78,7	83,0	85,5	86,8	88,1	89,4	90,7	92,1
Alkohole OXO	143,9	152,2	118,3	118,9	119,5	120,1	120,7	121,3	121,9
Plastyfikatory	28,1	24,0	33,2	34,9	40,1	44,1	47,7	49,1	50,6
Biel tytanowa	36,6	34,8	33,6	33,9	34,4	34,9	35,5	36,0	36,5

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Dynamika wolumenów sprzedaży r/r	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
POM	13,8%	-0,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
PA6	5,1%	11,3%	-2,0%	17,6%	11,0%	8,1%	2,4%	1,3%
Kaprolaktam	-4,1%	-11,2%	-6,7%	-30,1%	-31,6%	-38,1%	-19,5%	-13,9%
Nawozy azotowe	4,4%	1,3%	-1,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
w tym: mocznik i AdBlue	15,5%	2,1%	-1,3%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
w tym: saletra amonowa	1,7%	0,8%	-2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
w tym: azotan amonowo-wapniowy (saletrzak)	10,8%	1,2%	-2,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
w tym: RSM	-15,3%	7,9%	-2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nawozy wieloskładnikowe	10,2%	22,8%	-1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Melamina								
Alkohole OXO	-2,0%	5,5%	3,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Plastyfikatory	5,8%	-22,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Biel tytanowa	-14,5%	38,2%	5,0%	15,0%	10,0%	8,0%	3,0%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wydatków inwestycyjnych

Inwestycje	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Elektrownia Puławy	450,0	281,3	250,0	87,5	0,0	0,0
Rozbudowa instalacji kwasu azotowego Puławy	231,7	173,8	139,0	77,2	34,8	10,8
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (1)	91,7	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (2)	96,3	64,2	32,1	0,0	0,0	0,0
Elektrociepłownia Kędzierzyn	200,0	133,3	85,7	9,5	0,0	0,0
Produkcja RSM Kędzierzyn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wytwórnia poliamidów Tarnów	97,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji nawozów mineralnych Tarnów	46,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe projekty	142,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje odtworzeniowe	383,4	362,0	218,1	354,1	452,5	535,5
Przejęcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suma	1 740,1	1 019,1	724,9	528,3	487,3	546,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Nawozy agro	632,5	594,4	998,1	989,7	951,4	1 024,9	941,0	986,8	1 020,7
Tworzywa	-109,1	-33,5	-10,4	-22,7	-13,8	28,7	23,9	22,8	19,6
Chemia	71,3	45,6	134,7	239,9	152,0	146,6	124,7	119,9	119,9
Energetyka	69,2	80,0	77,9	68,4	63,6	55,1	53,5	150,4	166,7
Pozostałe	59,3	77,9	114,5	157,0	166,0	179,2	194,5	207,1	207,0
Razem	723,0	764,4	1 314,8	1 432,2	1 319,2	1 434,5	1 337,6	1 486,8	1 533,9

Zródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA/t	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Nawozy agro	0,122	0,115	0,182	0,186	0,177	0,189	0,172	0,179	0,183
Tworzywa	-0,360	-0,245	0,008	-0,130	-0,079	0,165	0,137	0,130	0,112
Chemia	0,132	0,168	0,314	0,446	0,277	0,262	0,219	0,207	0,205

Zródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2025 = 2%.

Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.

- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec maja 2016 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	+
Przychody ze sprzedaży	9 776,4	9 910,9	10 124,0	10 259,4	10 397,7	10 538,9	10 685,9	10 820,6	10 953,3	11 095,5	11 271,3
zmiana	-2,5%	1,4%	2,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	1,6%
EBITDA	1 432,2	1 319,2	1 434,5	1 337,6	1 486,8	1 533,9	1 537,6	1 535,2	1 540,5	1 544,2	1 585,4
marża EBITDA	14,6%	13,3%	14,2%	13,0%	14,3%	14,6%	14,4%	14,2%	14,1%	13,9%	14,1%
Amortyzacja	517,2	545,4	590,1	646,5	691,0	682,8	661,4	643,1	635,2	618,7	618,7
EBIT	915,0	773,9	844,4	691,2	795,8	851,1	876,2	892,1	905,4	925,5	966,8
marża EBIT	9,4%	7,8%	8,3%	6,7%	7,7%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,6%
Opodatkowane EBIT	147,7	130,8	151,2	122,7	143,2	154,2	159,6	156,5	159,1	166,5	170,7
NOPLAT	767,3	643,0	693,2	568,4	652,6	696,8	716,7	735,6	746,3	759,1	796,0
CAPEX	-1740,1	-1019,1	-724,9	-528,3	-487,3	-546,3	-580,4	-595,2	-610,9	-603,4	-618,7
Kapitał obrotowy	21,2	-11,5	-18,2	-11,5	-11,8	-12,0	-12,5	-11,5	-11,3	-12,1	-15,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-434,4	157,8	540,2	675,0	844,6	821,2	785,1	771,9	759,2	762,2	781,0
WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	0,95	0,88	0,82	0,75	0,69	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,42
PV FCF	-414,9	139,4	440,5	507,0	581,1	520,8	458,9	415,8	376,9	348,8	329,4

WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Efektywna stopa podatkowa	17,0%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	7,1%	8,5%	6,9%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	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	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	12 016,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	5 498,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	3 374,3
Wartość firmy (EV)	8 872,6
Dług netto	-51,1
Inne aktywa nieoperacyjne	538,1
Udziałowcy mniejszościowi	768,9
Wartość firmy	8 692,8
Liczba akcji (mln)	99,2
Wartość firmy na akcję (PLN)	87,6
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	93,2

EV/EBITDA ('16) dla ceny docelowej	7,4
P/E ('16) dla ceny docelowej	14,2
Udział TV w EV	62,0%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0p.p.	69,1	73,5	79,0	86,2	110,2
WACC +0,5p.p.	73,9	79,0	85,6	94,3	124,8
WACC	79,3	85,3	93,2	103,9	143,7
WACC -0,5p.p.	85,3	92,5	102,0	115,4	168,8
WACC -1,0p.p.	92,2	100,8	112,5	129,4	203,8

Rachunek wyników

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	9 821,0	9 898,5	10 024,4	9 776,4	9 910,9	10 124,0	10 259,4	10 397,7	10 538,9
zmiana	38,3%	0,8%	1,3%	-2,5%	1,4%	2,2%	1,3%	1,3%	1,4%
Nawozy agro	5 565,1	5 580,4	6 057,9	5 686,5	5 732,3	5 819,5	5 890,6	5 933,2	5 976,2
Tworzywa	1 466,5	1 460,2	1 248,0	1 152,7	1 221,1	1 299,0	1 272,2	1 275,2	1 278,3
Chemia	2 385,3	2 505,6	2 302,2	2 496,0	2 500,6	2 532,4	2 593,7	2 629,7	2 672,9
Energetyka	265,5	194,6	209,2	213,4	217,7	222,0	244,2	293,1	337,1
Pozostałe	138,6	157,7	207,1	227,8	239,2	251,1	258,6	266,4	274,4
Koszty wytworzenia	8 441,8	8 231,6	7 760,2	7 450,2	7 735,5	7 874,0	8 159,3	8 189,3	8 257,5
Koszty sprzedaży	447,8	581,1	633,3	643,7	648,4	625,5	615,9	605,3	594,7
Koszty zarządu	707,8	740,0	736,5	749,6	762,7	776,0	789,7	803,7	817,9
Saldo pozostałej działalności oper.	474,1	-43,6	-64,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	697,9	302,2	830,0	915,0	773,9	844,4	691,2	795,8	851,1
zmiana	87,7%	-56,7%	174,6%	10,2%	-15,4%	9,1%	-18,2%	15,1%	6,9%
marża EBIT	7,1%	3,1%	8,3%	9,4%	7,8%	8,3%	6,7%	7,7%	8,1%
Wynik na działalności finansowej	17,5	-12,6	-4,7	-46,3	-46,9	-48,7	-45,2	-42,2	-39,2
Pozostałe	12,4	13,9	13,7	15,0	13,8	15,1	14,0	15,6	16,1
Zysk brutto	727,8	303,5	839,1	868,7	726,9	795,7	645,9	753,7	811,8
Podatek dochodowy	18,4	37,7	147,2	147,7	130,8	151,2	122,7	143,2	154,2
Udziałowcy mniejszościowi	26,5	33,7	82,3	71,3	59,1	64,4	55,8	59,9	64,1
Zysk netto	639,0	231,4	609,5	649,7	537,0	580,1	467,4	550,6	593,5
zmiana	117,1%	-63,8%	163,5%	6,6%	-17,3%	8,0%	-19,4%	17,8%	7,8%
marża	6,5%	2,3%	6,1%	6,6%	5,4%	5,7%	4,6%	5,3%	5,6%
Amortyzacja	548,1	520,2	479,3	517,2	545,4	590,1	646,5	691,0	682,8
EBITDA	1 246,0	822,4	1 309,3	1 432,2	1 319,2	1 434,5	1 337,6	1 486,8	1 533,9
zmiana	103,8%	-34,0%	59,2%	9,4%	-7,9%	8,7%	-6,8%	11,2%	3,2%
marża EBITDA	12,7%	8,3%	13,1%	14,6%	13,3%	14,2%	13,0%	14,3%	14,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2
EPS	6,4	2,3	6,1	6,5	5,4	5,8	4,7	5,6	6,0
CEPS	12,0	7,6	11,0	11,8	10,9	11,8	11,2	12,5	12,9
ROAE	11,5%	4,0%	9,6%	9,4%	7,4%	7,7%	6,2%	7,1%	7,4%
ROAA	6,4%	2,3%	5,7%	5,7%	4,6%	4,8%	3,8%	4,4%	4,7%

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	9 950,8	9 948,3	10 777,2	11 372,0	11 769,0	12 092,1	12 197,2	12 436,2	12 653,7
Majątek trwały	6 629,9	6 781,1	7 224,9	8 452,2	8 932,8	9 077,2	8 972,1	8 790,9	8 679,6
Wartość niematerialne i prawne	519,6	510,4	532,8	672,9	742,2	783,4	806,3	826,2	853,1
Rzeczowe aktywa trwałe	5 780,9	5 966,3	6 429,8	7 516,9	7 928,2	8 031,4	7 903,5	7 702,4	7 564,1
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	3,4	2,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Inwestycje długoterminowe	210,8	201,9	185,2	185,2	185,2	185,2	185,2	185,2	185,2
Długoterminowe RM	103,5	86,9	62,8	62,8	62,8	62,8	62,8	62,8	62,8
Majątek obrotowy	3 320,8	3 167,2	3 552,2	2 919,8	2 836,2	3 014,9	3 225,1	3 645,3	3 974,0
Zapasy	1 165,5	1 347,8	1 180,6	1 151,4	1 167,2	1 192,3	1 208,3	1 224,6	1 241,2
Należności krótkoterminowe	1 273,1	1 161,4	1 078,3	1 051,6	1 066,1	1 089,0	1 103,6	1 118,4	1 133,6
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	128,6	92,7	538,1	538,1	538,1	538,1	538,1	538,1	538,1
Środki pieniężne	713,0	558,6	753,1	176,7	62,7	193,3	373,0	762,0	1 058,9
Krótkoterminowe RM	40,6	6,7	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	9 950,8	9 948,3	10 777,2	11 372,0	11 769,0	12 092,1	12 197,2	12 436,2	12 653,7
Kapitał własny	5 562,7	5 759,0	6 367,3	6 933,7	7 275,7	7 533,6	7 595,0	7 795,0	7 975,5
Kapitał akcyjny	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0	496,0
Kapitał zapasowy	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3	2 418,3
Zysk z lat ubiegłych	2 649,8	2 843,4	3 452,2	4 018,6	4 360,7	4 618,5	4 679,9	4 879,9	5 060,5
Udziały mniejszości	707,8	729,1	768,9	832,2	868,2	903,6	928,3	947,9	965,0
Zobowiązania długoterminowe	998,5	849,5	1 437,6	1 437,6	1 437,6	1 437,6	1 437,6	1 437,6	1 437,6
Dług	657,2	497,1	1 063,6	1 063,6	1 063,6	1 063,6	1 063,6	1 063,6	1 063,6
Zobowiązania krótkoterminowe	2 033,6	2 047,7	1 575,9	1 541,3	1 560,1	1 589,8	1 608,7	1 628,0	1 647,7
Zobowiązania handlowe	1 350,5	1 459,0	1 399,4	1 364,8	1 383,5	1 413,3	1 432,2	1 451,5	1 471,2
Dług	683,1	588,6	176,5	176,5	176,5	176,5	176,5	176,5	176,5
Rezerwy na zobowiązania	622,2	557,7	621,0	621,0	621,0	621,0	621,0	621,0	621,0
Pozostałe	25,9	5,3	6,4	6,3	6,4	6,5	6,6	6,7	6,8
Dług	1 340,3	1 085,8	1 240,1	1 240,1	1 240,1	1 240,1	1 240,1	1 240,1	1 240,1
Dług netto	498,7	434,5	-51,1	525,4	639,4	508,7	329,1	-60,0	-356,8
(Dług netto / Kapitał własny)	9,0%	7,5%	-0,8%	7,6%	8,8%	6,8%	4,3%	-0,8%	-4,5%
(Dług netto / EBITDA)	0,4	0,5	0,0	0,4	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,2
BVPS	56,1	58,1	64,2	69,9	73,3	75,9	76,6	78,6	80,4



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	990,5	819,8	1 630,2	1 301,3	1 170,0	1 255,6	1 190,3	1 309,3	1 342,3
Zysk netto	639,0	231,4	609,5	649,7	537,0	580,1	467,4	550,6	593,5
Amortyzacja	548,1	520,2	479,3	517,2	545,4	590,1	646,5	691,0	682,8
Kapitał obrotowy	328,2	-35,9	299,5	21,2	-11,5	-18,2	-11,5	-11,8	-12,0
Pozostałe	-524,9	104,2	241,9	113,3	99,1	103,6	88,0	79,6	78,1
Przepływy inwestycyjne	-688,5	-648,1	-1 503,4	-1 740,1	-1 019,1	-724,9	-528,3	-487,3	-546,3
CAPEX	-675,5	-675,5	-1 054,7	-1 740,1	-1 019,1	-724,9	-528,3	-487,3	-546,3
Inwestycje kapitałowe	-13,0	76,2	-448,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	167,6	-326,1	67,7	-137,7	-264,9	-400,0	-482,3	-433,0	-499,2
Dług	695,7	-253,1	165,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-170,8	-41,8	0,0	-83,3	-194,9	-322,2	-406,0	-350,6	-412,9
Dywidendy w spółkach konsolidowanych	0,0	0,0	-25,5	-8,1	-23,1	-29,1	-31,0	-40,3	-47,0
Pozostałe	-357,2	-31,3	-72,4	-46,3	-46,9	-48,7	-45,2	-42,2	-39,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	469,6	-154,4	194,5	-576,5	-114,0	130,6	179,7	389,0	296,8
Środki pieniężne na koniec okresu	713,0	558,6	753,1	176,7	62,7	193,3	373,0	762,0	1 058,9
DPS (PLN)	1,72	0,42	0,00	0,84	1,96	3,25	4,09	3,53	4,16
FCF	881,7	77,7	404,8	-434,4	157,8	540,2	675,0	844,6	821,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-6,9%	-6,8%	-10,5%	-17,8%	-10,3%	-7,2%	-5,1%	-4,7%	-5,2%

Wskaźniki rynkowe

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	11,2	30,9	11,7	11,0	13,3	12,3	15,3	13,0	12,0
P/CE	6,0	9,5	6,6	6,1	6,6	6,1	6,4	5,8	5,6
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
FCF/EV	11,5%	1,0%	5,7%	-5,7%	2,0%	7,1%	9,0%	11,9%	12,1%
EV/EBITDA	6,7	10,1	6,0	5,9	6,6	6,0	6,3	5,4	5,1
EV/EBIT	12,0	27,5	9,5	9,3	11,2	10,1	12,2	10,1	9,1
EV/S	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
CFO/EBITDA	79%	100%	125%	91%	89%	88%	89%	88%	88%
Dywid	2,4%	0,6%	0,0%	1,2%	2,7%	4,5%	5,7%	4,9%	5,8%
Cena (PLN)	72,00	72,00	72,00	72,00	72,00	72,00	72,00	72,00	72,00
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2
MC (mln PLN)	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1	7 142,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	707,8	729,1	768,9	832,2	868,2	903,6	928,3	947,9	965,0
EV (mln PLN)	8 348,6	8 305,6	7 859,9	8 499,6	8 649,7	8 554,4	8 399,5	8 030,0	7 750,3

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Grupy Azoty

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2016-01-05	2016-02-02	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	96,30	104,00	68,20
WIG w dniu rekomendacji	45356,65	44294,89	44700,67

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl