

piątek, 25 maja 2018 | aktualizacja raportu

Grupa Azoty: trzymaj (podtrzymana)

ATT PW; ATT.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Słabsze wyniki, duże inwestycje, niepewny zwrot

Producenci nawozów w Europie zmagają się od początku 2018 roku z wyższymi cenami gazu ziemnego (YDT +32% r/r w USD) i braku możliwości przełożenia cen na produkt końcowy z uwagi na nowe na rynku inwestycje. Według naszych szacunków globalnie poza Chinami w latach 2017-2018 dostępnych będzie 4-4,2 mln ton netto z nowych instalacji (po uwzględnieniu spadku eksportu z Chin) przy średniorocznym wzroście popytu na poziomie około 3 mln ton. Szanse na odbicie cen nawozów dają rosnące od początku roku ceny zbóż, ale z uwagi na tegoroczne opóźnienie zasiewu i duże zapasy nawozów u dystrybutorów, naszym zdaniem w 2Q'18 i 3Q'18 Grupa Azoty będzie kontynuowała spadkowy trend rezultatów. Jednocześnie Spółka wchodzi w okres wysokich nakładów inwestycyjnych, które powodować będą, że FCF w kolejnych czterech latach będzie ujemny i dopiero rok 2022 przyniesie powrót do generowania gotówki. Począwszy od tej publikacji w prognozach uwzględniamy wydatki i potencjalne wyniki projektu PDH. Według naszych szacunków instalacja od 2024 roku generować będzie EBITDA na poziomie 350-400 mln PLN. Szacujemy, że Grupa Azoty w 2021 roku osiągnie najwyższy poziom zadłużenia na poziomie 2,5xEBITDA (bez uwzględniania potencjalnych przejęć). Z uwagi na wysoki CAPEX projektu szacujemy jego NPV jedynie na 75 mln PLN (0,8 PLN/akcja). Obniżamy nasze prognozy na 2018 rok oraz wycenę z 60,99 do 44,40 PLN/akcja. Rekomendacja pozostaje bez zmian (trzymaj).

Przed nami dwa kwartały spadających wyników

O ile w 1Q'18 EBITDA Grupy Azoty była o 10% r/r niższa, to w 2Q'18 naszym zdaniem spadek może sięgnąć nawet 26% r/r, co głównie wynikać będzie ze słabych rezultatów segmentu nawozów (EBITDA segmentu -74% r/r). Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że ujemna dynamika wyniku EBITDA utrzyma się również na 3Q'18 (-5% r/r). Dopiero w 4Q'18 może naszym zdaniem dojść do poprawy wyników w ujęciu r/r.

Cztery lata odpływu gotówki i wzrostu zadłużenia

W naszych prognozach ponoszone wydatki inwestycyjne w kolejnych 4 latach przewyższą wartość generowanego przepływu gotówki z działalności operacyjnej. W efekcie wartość wolnego przepływu gotówki (FCF) w 2018 roku wyniesie -410 mln PLN, w 2019 roku -520 mln PLN, a w 2020 roku -680 mln PLN. Według naszych szacunków najwyższy poziom zadłużenia Grupy Azoty będzie miał miejsce tuż przed uruchomieniem projektu PDH w 2021 roku (2,5xEBITDA). Jeśli jednak Grupa zdecydowałaby się na istotne przejęcie, to relacja dług netto/EBITDA mogłaby wzrosnąć powyżej 3x.

Bardziej sprzyjający bilans zbóż może pomóc w 2019 roku

USDA przewiduje, że tegoroczne zbiory pszenicy spadną o 1,4% r/r, a kukurydzy wzrosną o 1,9% r/r. W obu przypadkach produkcja będzie niższa niż konsumpcja. USDA oczekuje, że relacja zapasów kukurydzy do konsumpcji spadnie do poziomu 14,6%, co implikuje trzeci najniższy poziom od 2000 roku. Wyższe ceny zbóż mogłyby przekładać się na wyższe ceny nawozów w 2019 roku, ale najpierw z rynku musi zniknąć niewykorzystany zapas z 2018 roku (opóźniony zasiew przez niesprzyjającą pogodę w III'18).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	8 955,7	9 617,5	9 630,6	9 991,9	10 271,6
EBITDA	996,7	1 186,9	1 077,6	1 109,2	1 161,3
marża EBITDA	11,1%	12,3%	11,2%	11,1%	11,3%
EBIT	486,1	597,2	424,4	424,5	465,4
Zysk netto	343,3	456,7	297,8	289,9	307,6
P/E	12,3	9,3	14,2	14,6	13,7
P/CE	4,9	4,0	4,4	4,3	4,2
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,1	4,4	5,4	5,8	6,3
DPS	0,84	0,79	1,20	0,90	0,88
DYield	2,0%	1,9%	2,8%	2,1%	2,1%

Cena bieżąca	42,60 PLN
Cena docelowa	44,40 PLN
Kapitalizacja	4,2 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,06 mln PLN

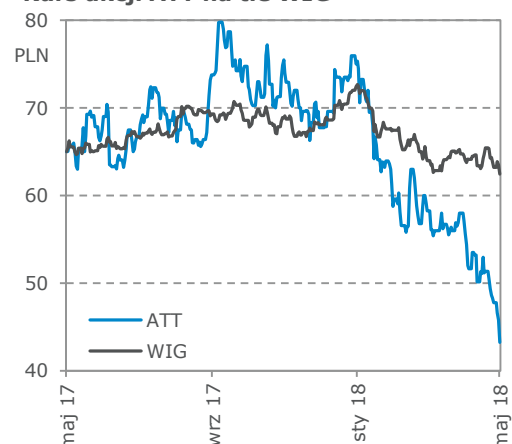
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	33,00%
Waczesław Kantor (Acron)	19,82%
NN OFE	5,46%
PZU OFE	4,61%
Aviva OFE	3,64%
EBRD	2,87%
Aegon OFE	1,33%
Pozostali	26,51%

Profil spółki

Grupa Azoty specjalizuje się w wytwarzaniu nawozów azotowych (saletrazane 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), plastifikatorów (max 83,5 tys. ton), alkoholi OXO (max 205 tys. ton) oraz bieli tytanowej (max 40 tys. ton). Grupa Azoty posiada około 70% udział w krajowym rynku nawozów saletrazanych i około 80% nawozów wieloskładnikowych.

Kurs akcji ATT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Grupa Azoty	44,40	60,99	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Azoty	42,60	44,40	+4,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	200P
Przychody	-3,4%	-1,6%	-2,7%
EBITDA	-13,2%	-5,4%	-4,1%
Zysk netto	-29,6%	-7,4%	-7,5%

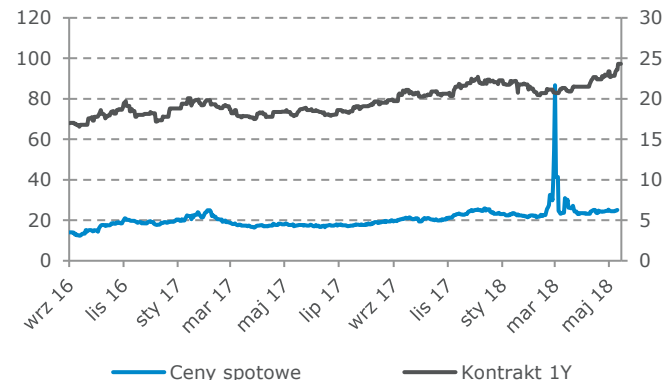
Analitik:

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

Rynek nawozów

Producenci nawozów w Europie na początku 2018 roku zmagają się z **negatywnym wpływem notowań gazu ziemnego**. Średnio od początku roku ceny gazu w USD są o 32% droższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Dodatkowo na początku marca cena gazu w kontraktach spotowych wzrosła przez chwilę do 86 USD/mwh, co spowodowało, że Grupa Azoty zdecydowała się na czasowe ograniczanie produkcji swoich instalacji.

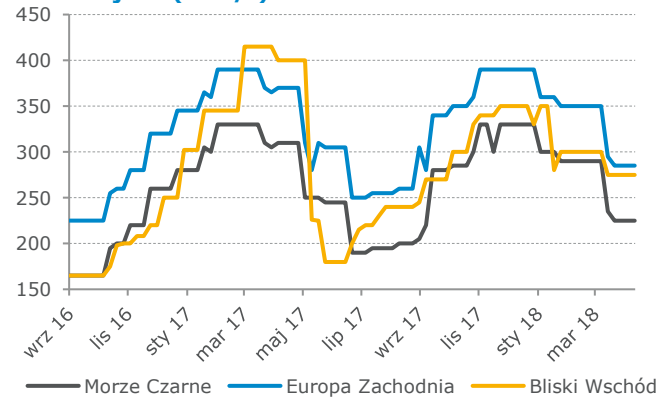
Ceny gazu ziemnego w latach 2016-2018 (USD/mwh)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

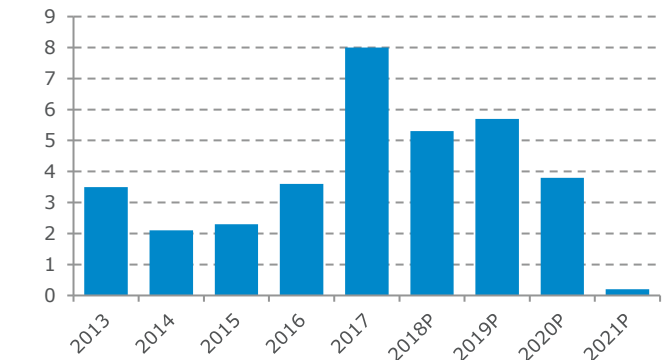
Ceny nawozów natomiast nie rosną tak szybko jak ma to miejsce w przypadku gazu ziemnego. Widać to przede wszystkim na cenach amoniaku, który jest półproduktem do wytwarzania nawozów. **Mimo wyższych cen gazu ziemnego notowania amoniaku rosną wolniej**, co przekłada się na niższe realizowane marże na produkcji. Naszym zdaniem wynika to z **dużych włączeń nowych mocy produkcyjnych**, jakie są oczekiwane w 2017 i 2018 roku. Według Yara nawet **13 mln ton** nowych mocy nawozów globalnie (poza Chinami) zostało włączonych do produkcji w latach 2017-2018. Średniorocznie według Yara globalny popyt na nawozy przyrasta w tempie około **3 mln ton**. Nawet jeśli zestawimy to z faktem, że w 2017 roku Chiny w efekcie działań pro środowiskowych zmniejszyły eksport nawozów o 3,6 mln ton, a w tym roku zmniejszą o kolejne 1-1,5 mln ton, to i tak w 2017 i 2018 roku średniorocznie na świecie jest dostępnych netto **4-4,2 mln ton nowych mocy**. Nowe instalacje wywierają presję na ceny nawozów (przykład notowań amoniaku). Analizując aktualny harmonogram nowych inwestycji dopiero w latach 2020-2021 ilość nowo dodawanych mocy w nawozach zacznie spadać.

Marże modelowe na produkcji amoniaku w różnych lokalizacjach (USD/t) w latach 2016-2018



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

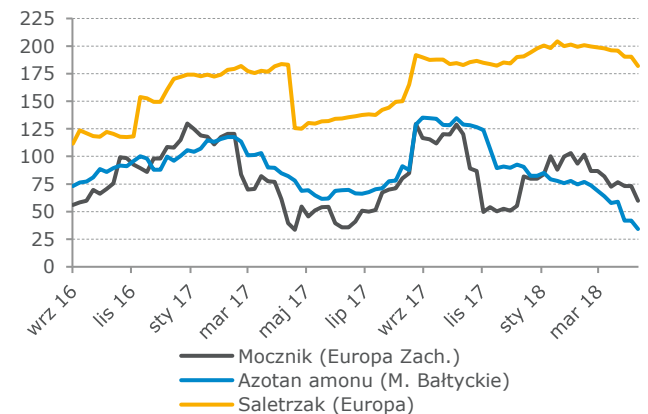
Nowe moce w zakresie wytwarzania nawozów na świecie (poza Chinami) (mln ton) w latach 2013-2021P



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Yara

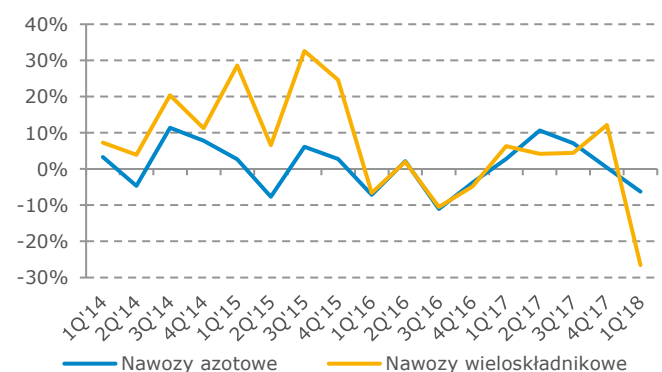
Spadek rentowności na produkcji jest szczególnie zauważalny na końcowych produktach, a w szczególności **mocznika i saletry amonowej**. Trend ten jeszcze bardziej uwidocznił się w 2Q'17 z uwagi na niesprzyjające warunki pogodowe w Europie w III'18. Niska temperatura opóźniła przygotowanie gruntów pod zasiew zbóż jarych, a w rezultacie u dystrybutorów pozostały duże zapasy niesprzedanych nawozów. **W 1Q'18 spadek sprzedaży nawozów saletranych** wyniósł w Grupie Azoty **-6% r/r**, a wieloskładnikowych nawet **-27% r/r**. Naszym zdaniem nie uda się tego słabszego wolumenu sprzedaży nadrobić w 2Q'17 i w sumie w całym roku sprzedaż nawozów saletranych w Grupie Azoty spadnie o 2% r/r, a wieloskładnikowych o 10% r/r.

Marże modelowe na produkcji podstawowych nawozów saletranych w latach 2016-2018



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Dynamika sprzedaży nawozów saletranych i wieloskładnikowych w latach 2014-2018



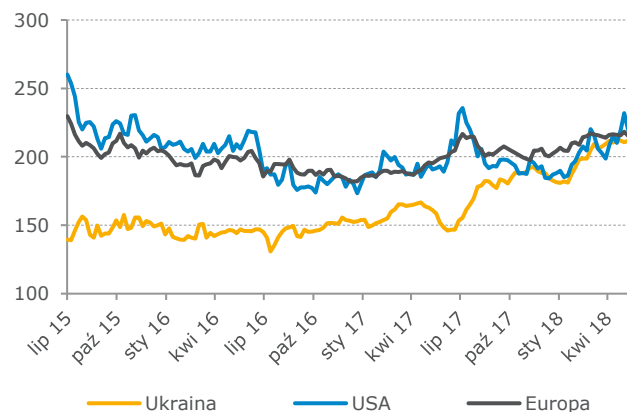
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

Rynek zbóż

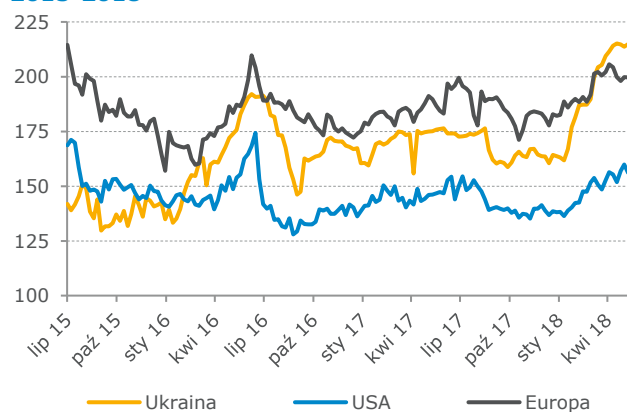
Na początku 2018 roku **wyraźnie lepiej zachowują się ceny podstawowych produktów rolnych**. Wpływ na to miały perspektywy słabszych zbiorów zbóż w **Argentynie**, które są efektem **suszy** na początku roku (prawdopodobnie największa susza od 70 lat). Dodatkowo pozytywnie na ceny produktów rolnych wpływało wyraźne **opóźnienie w zasiewach w USA** oraz **mała wilgotność** w tym okresie. Naszym zdaniem wkrótce może rozpocząć się spekulacja na temat jakości i wielkości zbiorów w Europie, która w kwietniu i maju zanotowała jeden z najcieplejszych okresów w ostatnich latach.

Dodatkowymi czynnikami wpływającymi na wzrost cen zbóż są **rosnące ceny ropy naftowej** (koszt dla rolnika około 10-15%) oraz **umocnienie się walut krajów rynków wschodzących** (czołowi eksporterzy zbóż). Oba czynniki pogarszają zasobność portfela rolnika, co producenci zbóż próbują przerzucić na swoich klientów w cenach wyrobów.

Światowe ceny pszenicy (USD/t) w latach 2015-2018

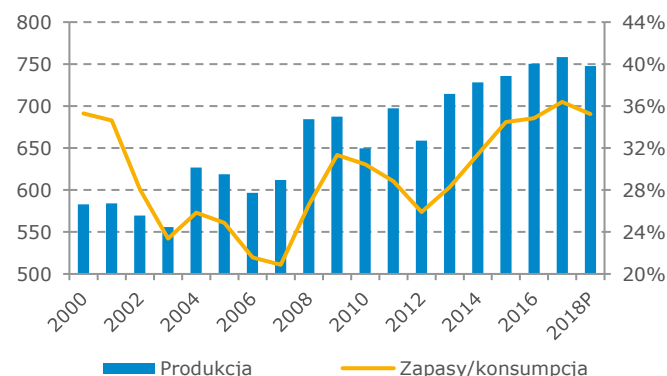


Światowe ceny kukurydzy (USD/t) w latach 2015-2018



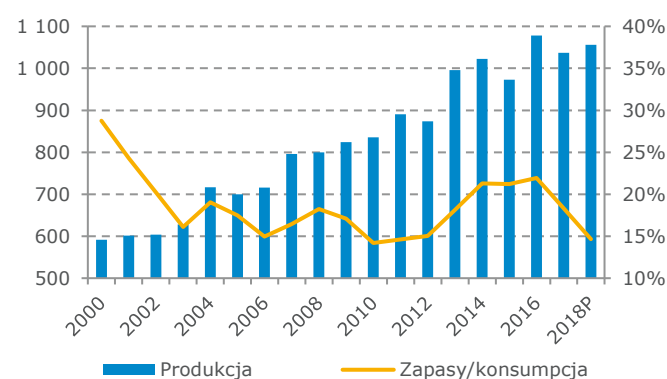
W przypadku **pszenicy** USDA oczekuje, że światowa **produkcja** w roku 2018 wyniesie **748 mln ton** i będzie o **1,4% r/r niższa** (pierwszy spadek r/r od 2012 roku). Również produkcja zboża będzie o 2,5 mln ton niższa niż konsumpcja (po raz pierwszy od 2012 roku), a w rezultacie zapasy na koniec roku spadną o 2,3% r/r. **Relacja zapasów do konsumpcji** powinna oscylować w przypadku pszenicy na **stosunkowo wysokich historycznie poziomach**.

Światowa produkcja pszenicy (mln ton; LP) i relacja zapasów do konsumpcji (%; PP) w latach 2000-2018



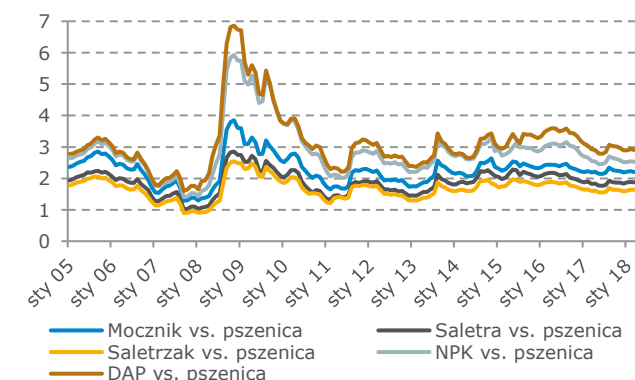
Dla **kukurydzy** USDA przewiduje, że **zbiory** na świecie w 2018 roku **wzrosną o 1,9% r/r**, ale drugi rok z rzędu **bilans zboża zamknie się deficytem** na poziomie około 30 mln ton. To jednocześnie powodować będzie dalszy spadek zapasów (w 2018 roku -18% r/r). USDA oczekuje, że **relacja zapasów do konsumpcji** w 2018 roku **spadnie do 14,6%**, co implikuje **trzeci najniższy poziom** od 2000 roku.

Światowa produkcja kukurydzy (mln ton; LP) i relacja zapasów do konsumpcji (%; PP) w latach 2000-2018

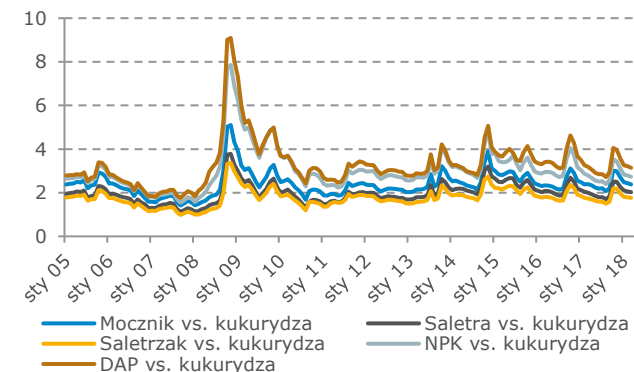


Aktualnie w Polsce **relacje cen nawozów do pszenicy i kukurydzy** znajdują się na **umiarkowanych historycznie poziomach**. Raczej ciężko powiedzieć, aby bieżące ceny płodów rolnych w kraju implikowały większą dostępność nawozów dla rolnika.

Historyczna relacja cen pszenicy i nawozów syntetycznych na rynku polskim w latach 2005-2018P



Historyczna relacja cen kukurydzy i nawozów syntetycznych na rynku polskim w latach 2005-2018P



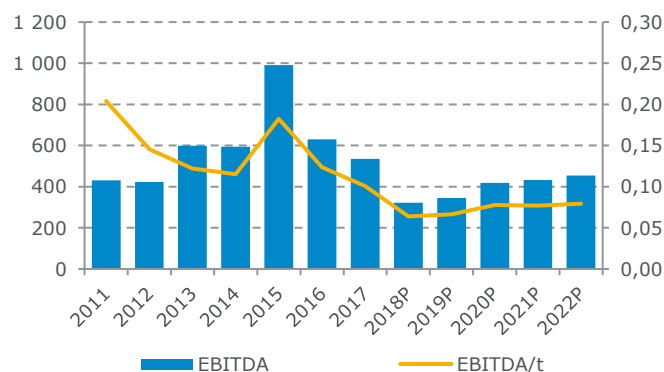
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERIGŻ

Naszym zdaniem również z uwagi na wysokie stany magazynowe u dystrybutorów raczej **ciężko jest oczekiwać wzrostu cen nawozów syntetycznych** na rynku krajowym w perspektywie nadchodzących miesięcy.

Perspektywy segmentu nawozów

Według nas bardzo prawdopodobne jest, że w bieżącym roku Grupa Azoty zanotuje najniższą wartość EBITDA w segmencie nawozów od momentu połączenia ZA Tarnów, ZA Police i ZA Puławy. Według naszych szacunków oczyszczona o zdarzenia jednorazowe **EBITDA Grupy Azoty w 2018 roku spadnie o 40% r/r do 321 mln PLN**. Dopiero odbicie wolumenów w 2019 roku i uspokojenie cen surowców może spowodować odbicie wyników (oczekujemy EBITDA 345 mln PLN +7% r/r).

Prognozowane i historyczne wartości oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA (LS; mln PLN) oraz wartość EBITDA na tonę (PS; tys. PLN/t) sprzedawanego produktu w segmencie nawozów w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



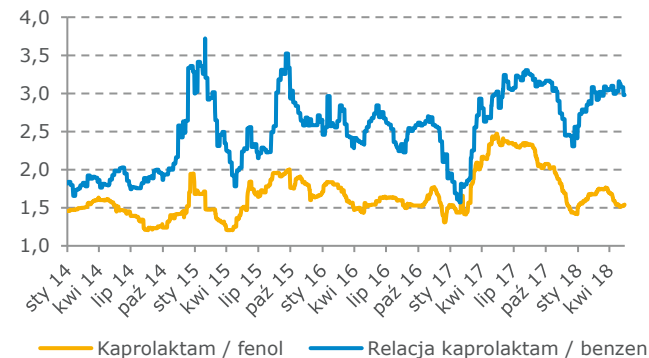
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Tworzywa sztuczne

Aktualnie **relacje cen kaprolaktamu do benzenu** cały czas są **sprzyjające dla producentów**. Nieco słabiej w IH'18 wygląda natomiast **relacja cen kaprolaktamu i fenolu**. Instalacje w Tarnowie korzystały w 2017 roku z wysokiej relacji CAP do fenolu, gdyż tamtejsza produkcja oparta jest o fenol, a formuły cenowe bazują na benzenie. W kolejnych kwartałach efekt ten powinien być jednak coraz mniej widoczny w wynikach.

Popytowi na poliamid i kaprolaktam sprzyja utrzymująca się **dobra koniunktura w branży samochodowej** i przemyśle ogólnie.

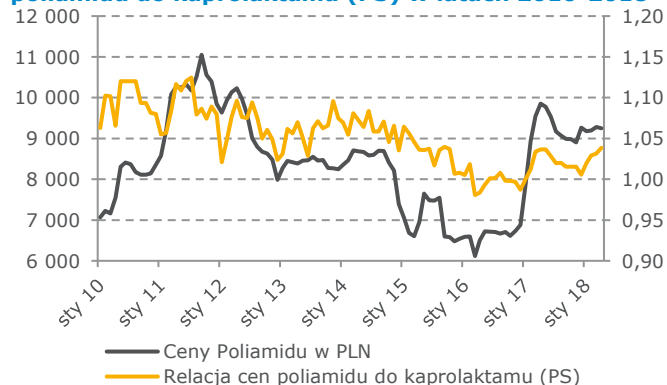
Relacja cen kaprolaktamu i benzenu oraz kaprolaktamu i fenolu w latach 2014-2018



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

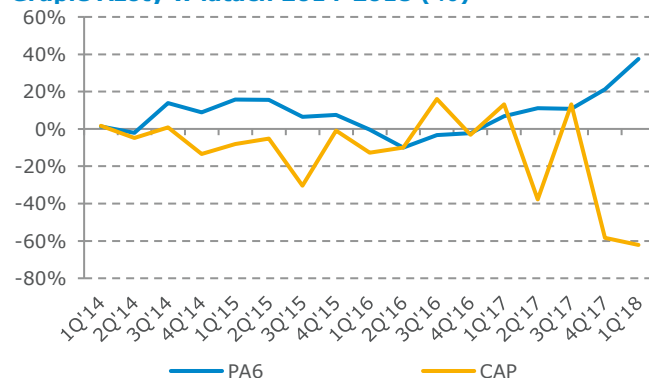
Ceny poliamidu są obecnie notowane **z niewielką premią do kaprolaktamu**, co jest korzystne w kontekście uruchomionej w 2H'17 fabryki poliamidu w Tarnowie i możliwościach przerobu praktycznie całego kaprolaktamu w Grupie. W efekcie od 4Q'17 spada w Grupie produkcja na sprzedaż CAP i wyraźnie rośnie PA6.

Cena poliamidu (LS; PLN/t) oraz relacja cen poliamidu do kaprolaktamu (PS) w latach 2010-2018



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

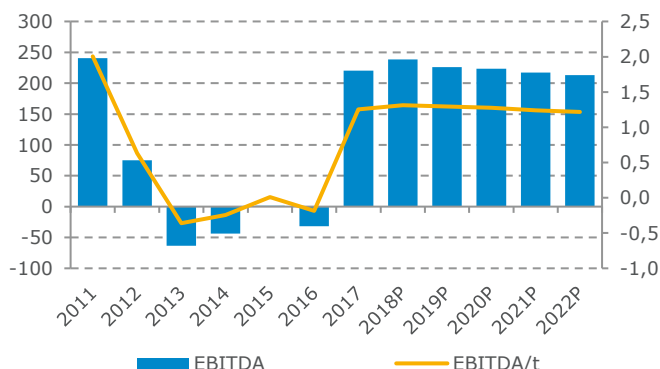
Dynamika wolumenu produkcji CAP oraz PA6 w Grupie Azoty w latach 2014-2018 (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

W 2018 roku oczekujemy, że oczyszczona o zdarzenia jednorazowe **EBITDA w segmencie tworzyw sztucznych wzrośnie o 8% r/r** (do 239 mln PLN). Spółka z jednej strony będzie odczuwać spadek relacji CAP do fenolu, z drugiej strony skorzysta na wyższych notowaniach PA6 do CAP i coraz większym obciążeniu nowej instalacji PA6 w Tarnowie. W dłuższym terminie oczekujemy stabilizacji marży w segmencie oraz spadku wyniku EBITDA z obecnie obserwowanych rekordowych poziomów.

Prognozowane i historyczne wartości oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA (LS; mln PLN) oraz wartość EBITDA na tonę (PS; tys. PLN/t) sprzedawanego produktu w segmencie tworzyw sztucznych w Grupie Azoty w latach 2011-2022P

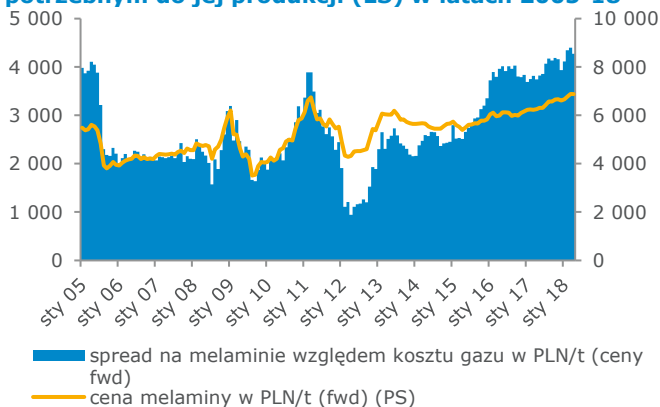


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Produkty chemiczne

W segmencie produktów chemicznych Grupa dalej korzysta z **bardzo dobrego otoczenia dla producentów melaminy**. Aktualne marże na jej produkcji są najwyższe od 2005 roku, a ceny rosną szybciej niż notowania gazu ziemnego potrzebnego do produkcji. Wprawdzie dynamika wolumenów sprzedaży melaminy wyraźnie wyhamowała od 2Q'17, ale jest to bardziej związane z ograniczeniami mocy produkcyjnych niż chłonnością rynku.

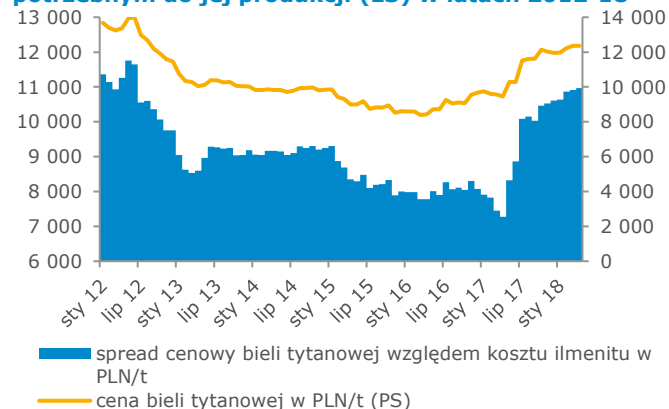
Spread między ceną melaminy a gazem ziemnym potrzebnym do jej produkcji (LS) w latach 2005-18



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

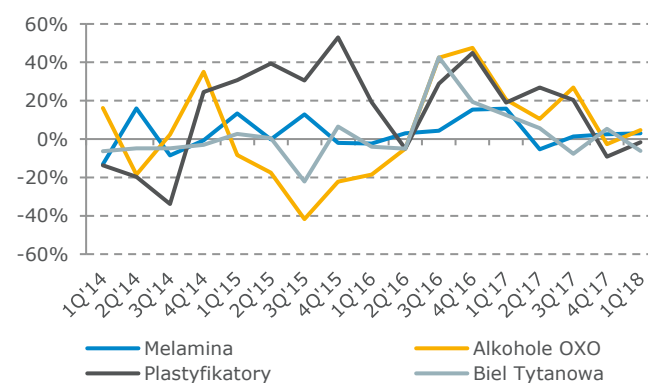
W przypadku **bieli tytanowej** obecne **marże** na produkcji są na **najwyższym poziomie od 2012 roku**. Producenci bieli korzystają z dobrej koniunktury w budownictwie i popycie na materiały budowlane. Dodatkowo rynek europejski zmagają się z **niedoborem surowca** po tym jak **Venator Materials** (Finlandia) **zaprzestał produkcji** w styczniu 2017 roku po wybuchu **pożaru** na terenie instalacji. Źródła rynkowe mówią, że instalacja może wrócić w pełni na rynek w końcu 2018 roku, ale jak na razie Capex projektu rośnie i istnieje ryzyko przesunięcia czasowego. W ramach Grupy Azoty **produkcja bieli tytanowej** znajduje się obecnie na **poziomie bliskim całkowitego wykorzystania mocy produkcyjnych**. Spółka w związku z osiąganymi wysokimi marżami analizuje możliwości poprawy efektywności na instalacji.

Spread między ceną bieli tytanowej a ilmenitem potrzebnym do jej produkcji (LS) w latach 2012-18



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

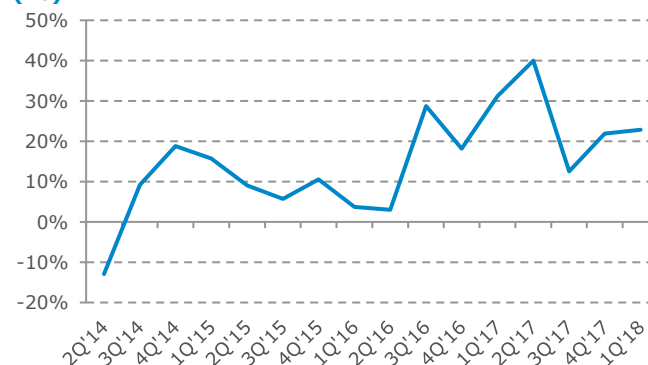
Dynamika wolumenu sprzedaży Melaminy, Alkoholi OXO, Plastyfikatorów oraz Bieli Tytanowej w Grupie Azoty w latach 2014-2018 (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

Wysoką dynamikę notuje kolejny rok z rzędu sprzedaż **mocznika technicznego** (AdBlue). **Rynek praktycznie chłonie każde dostępne wolumeny**, co związane jest z rosnącym zapotrzebowaniem branży motoryzacyjnej. Produkt stosowany jest jako reduktor w celu rozłożenia w katalizatorze SCR szkodliwych dla środowiska tlenków azotu. Według nas wolumen sprzedaży mocznika technicznego wyniesie w 2018 roku 419 tys. ton przy teoretycznej sprawności instalacji na poziomie 700 tys. ton (możliwe do osiągnięcia zdolności przy wszelkich sprzyjających warunkach jak zaplecze surowcowe, magazynowe i logistyczne; przy założeniu, że nie ma produkcji innych asortymentów mocznika).

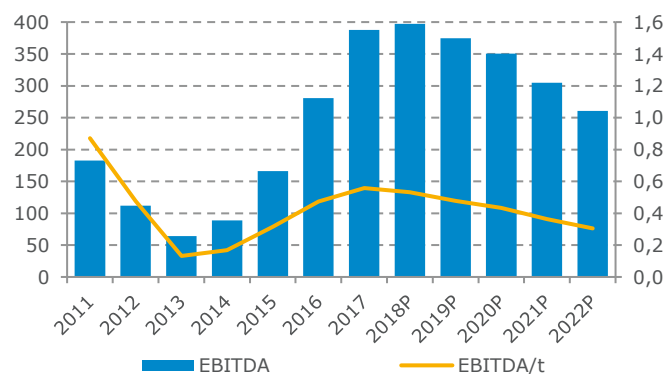
Dynamika wolumenu sprzedaży mocznika technicznego w Grupie Azoty w latach 2014-2018 (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

W naszych prognozach oczekujemy, że skorygowana o zdarzenia jednorazowe **EBITDA segmentu produktów chemicznych** wzrośnie w 2018 roku do **397 mln PLN** (+2,6% r/r). W dłuższym terminie oczekujemy stabilizacji marży na melaminie i bieli tytanowej.

Prognozowane i historyczne wartości oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA (LS; mln PLN) oraz wartość EBITDA na tonę (PS; tys. PLN/t) sprzedawanego produktu w segmencie produktów chemicznych w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



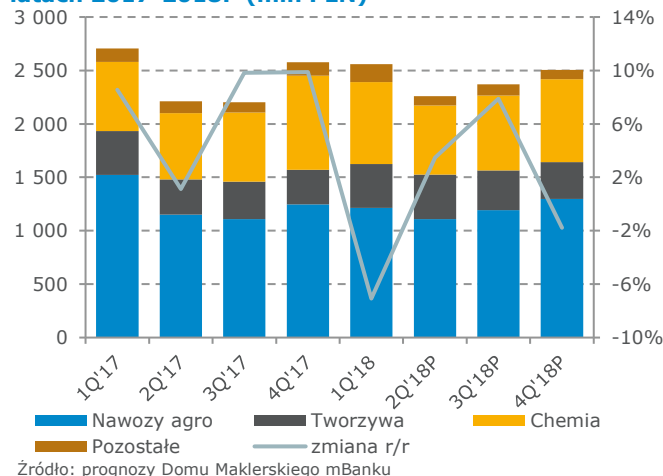
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Outlook na wyniki kolejnych kwartałów

W naszych prognozach zakładamy nieznaczne odbicie wolumenu sprzedaży nawozów saletranych w 2Q'18 (+4,4% r/r) oraz powrót do jednocyfrowych spadków w 2H'18. W ramach nawozów wieloskładnikowych oczekujemy **10%** spadku wolumenów sprzedaży w 2Q'18 oraz **2-3%** spadków wolumenów w 2H'18. W zakresie CAP i PA6 oczekujemy wyższych wolumenów sprzedaży w 2Q'18 (+14% r/r; niska baza roku ubiegłego) i spadku w 3Q'18 (przebiegi remontowe; większa ilość r/r). W przypadku pozostałych asortymentów (melamina, plastyfikatory, alkohole OXO i biel tytanowa) oczekujemy **1-2% r/r** wzrostów wolumenów w okresie 2Q'18-4Q'18.

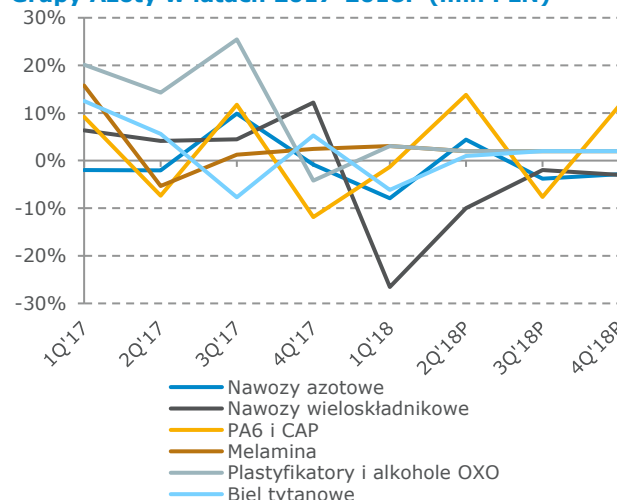
Naszym zdaniem Grupa Azoty w **2Q'18 i 3Q'18** może zanotować jednocyfrowy **3-8% r/r** wzrost obrotów ze sprzedaży. W **4Q'18** obroty mogą być o **2% r/r** niższe z uwagi na wysoką bazę w nawozach i produktach chemicznych.

Kwartałne przychody ze sprzedaży Grupy Azoty w latach 2017-2018P (mln PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

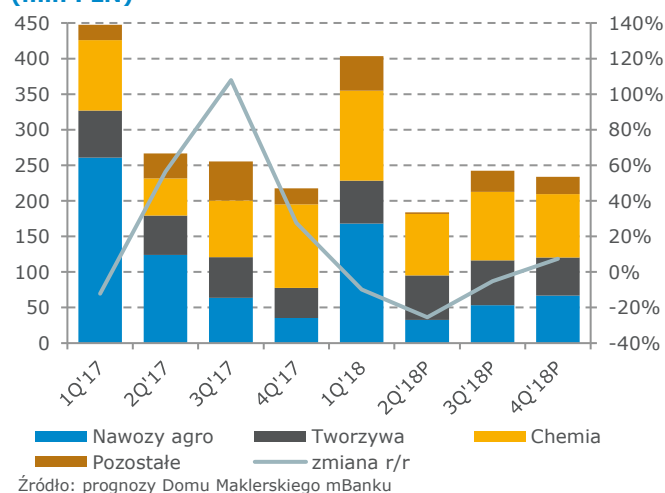
Dynamika zmian kwartalnych wolumenów sprzedaży Grupy Azoty w latach 2017-2018P (mln PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

O ile w 1Q'18 EBITDA Grupy Azoty była o 10% r/r niższa, to w **2Q'18** naszym zdaniem **spadek może sięgnąć nawet 25% r/r**, co głównie wynikać będzie ze słabych rezultatów segmentu nawozów (EBTDA -74% r/r). Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że **ujemna dynamika wyniku EBITDA utrzyma się również na 3Q'18** (-5% r/r). Dopiero w 4Q'18 może naszym zdaniem dojść do poprawy wyników w ujęciu r/r.

Kwartałna EBITDA Grupy Azoty w latach 2017-2018P (mln PLN)



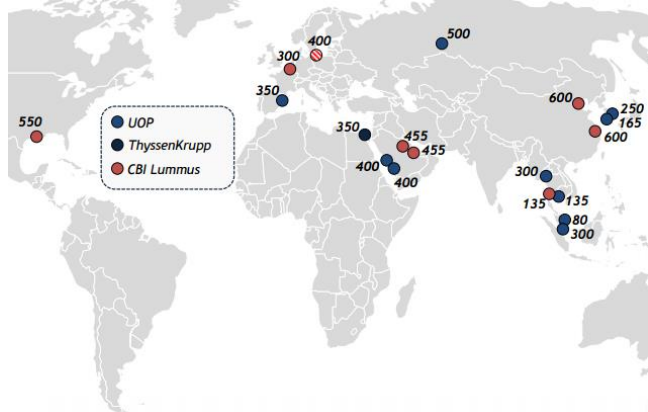
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Projekt PDH

Najważniejsze założenia odnośnie projektu:

- Przewidywany budżet projektu, to 1,27 mld EUR, z czego 983,8 mln EUR przypada na Capex, a reszta to koszty finansowania.
- Projekt ma być **finansowany w 25-50% przez Grupę Azoty**, a reszta potrzebnych środków ma zostać zapewniona przez banki (bez regresu do grupy Azoty).
- W ramach inwestycji planowana jest budowa infrastruktury towarzyszącej, w tym terminalu przeładunkowego zdolnego do przyjmowania morskich statków, oraz magazynów gazu.
- Rozpoczęcie prac budowlanych ma nastąpić w 2019 roku, a uruchomienie instalacji w 2022 roku. Prace mają zostać zrealizowane przez generalnego wykonawcę w inwestycji w formule „pod klucz”.
- Instalacje będą produkować propylen wykorzystując do tego celu propan transportowany drogą morską. Inwestycja została rozszerzona o instalacje produkcji polipropylenu (z propylenu; produkt bardziej przetworzony na wypadek, gdyby popyt na propylen był niewystarczający).
- Łączne moce produkcyjne, to 400 tys. ton propylenu rocznie.** Głównym odbiorcą produkcji będzie Grupa Azoty, która konsumuje 120-140 tys. ton propylenu rocznie. Polska od kilku lat importuje netto około 150 tys. ton propylenu rocznie (większość z Niemiec 75%).
- Grupa Azoty nie ma obowiązku odbioru określonej ilości produkcji po z góry narzuconych cenach.
- Przy produkcji **zatrudnionych będzie 200 osób.**
- Inwestycja jest zlokalizowana na terenie Strefy Ekonomicznej, w związku z czym **428 mln PLN** kwalifikowanych środków inwestycyjnych będzie zwrócona w kolejnych latach **jako tarcza podatkowa.**
- Obecnie na świecie istnieje około 20 instalacji w technologii PDH. W Europie podobne instalacje planują wybudować INEOS oraz Borealis.

Istniejące instalacje do produkcji propylenu z propanu oraz ich moce produkcyjne (tys. ton)

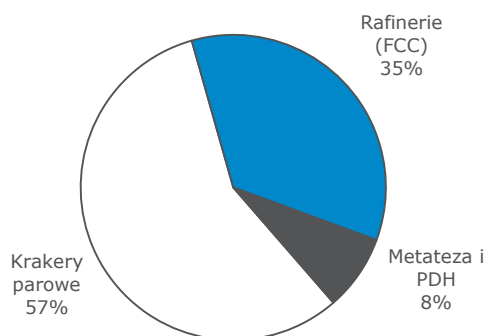


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

- Obecnie około **57% światowej produkcji propylenu** jest dostarczana **w technologii krakingu parowego**, gdzie w zależności od wsadu uzyskuje się etylen i propylen. Dla przykładu zwiększone zużycie etanu (kosztem benzyny) przyczyniło się do 40% spadku produkcji propylenu w USA w latach 2005-2012. Około **35% produkcji** realizowane jest **w technologii krakingu katalitycznego** (konwersja ciężkich frakcji na produkty ropy naftowej (między innymi propylen). Technologia ta daje możliwość zamiany produktów końcowych w zależności od kształtowania się marży rynkowych. Obecnie jedynie **8% produkcji** propylenu

realizowana jest **w technologiach celowych** (między innymi PDH). W przypadku PDH produktem końcowym jest głównie propylen, więc operator instalacji ma bardzo **ograniczone możliwości dostosowywania produkcji w zależności od zmieniających się marży** rynkowych.

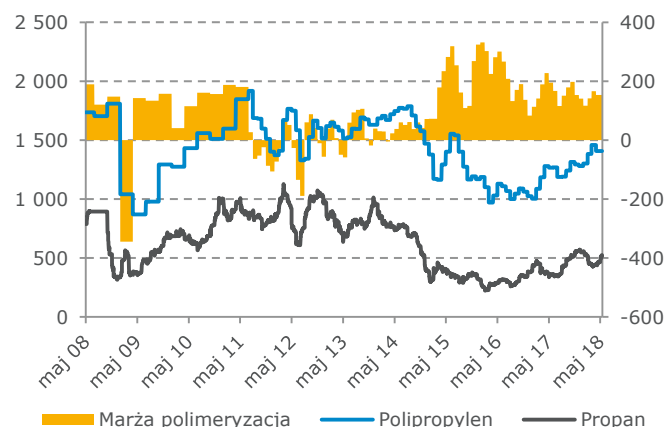
Źródła produkcji propylenu w Europie Zachodniej



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

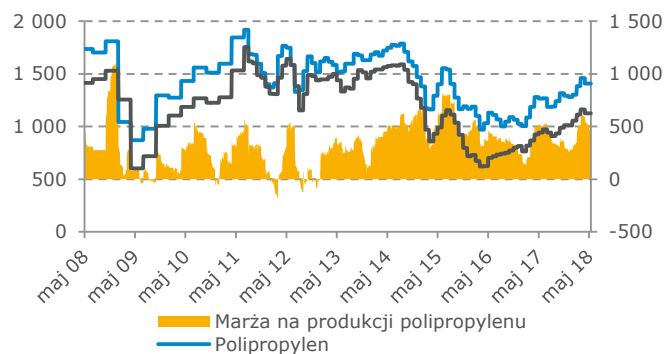
- W technologii PDH z 1 tony propanu uzyskuje się 0,8-0,9 tony propylenu (realnie sprawność bliższa 0,8 tony lub nieznacznie poniżej). Do produkcji 1 tony polipropylenu potrzebne jest 1,01 tony propylenu. Polipropylen uzyskuje się w procesie polimeryzacji.
- Technologia **PDH jest bardzo atrakcyjna dla graczy posiadających dostęp do własnych złóż gazu ziemnego** (propanu). Marże rynkowe na produkcji propylenu i polipropylenu z propanu zależą od kształtowania się cen produktów na rynku. Grupa Azoty nie będzie mieć dostępu do własnych zasobów propanu, w związku z czym będzie musiała surowiec kupować z zewnątrz. W przypadku jeśli w krajach bogatych w propan zaczęłyby powstawać podobne instalacje PDH, to będą one posiadać niższe (o koszty logistyczne) koszty produkcji niż instalacje PDH Grupy Azoty. Obecnie marże na produkcji propanu w technologii PDH i polimeryzacji propylenu są bardzo atrakcyjne. Nie można jednak wykluczyć ich zacieśnienia w przypadku gdyby światowy wzrost gospodarczy wyhamował lub zaczęłyby powstawać nowe instalacje, co zwiększyłoby popyt na propan i przełożyło się na większą dostępność propylenu.

Notowania propylenu i polipropylenu (LP; USD/t) oraz marża modelowa na polimeryzacji propylenu (PP; USD/t)



Źródło: ICIS, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Notowania propanu i polipropylenu (LP; USD/t) oraz marża modelowa na produkcji polipropylenu z propanu (PP; USD/t)



Źródło: ICIS, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Założenia ekonomiczne mBanku do projektu PDH (mln PLN)

PDH	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	+
Przychody ze sprzedaży	972	1496	1627	1711	1732	1752	1752
Przychody ze sprzedaży propylenu	736	552	589	626	552	479	479
Przychody ze sprzedaży polipropylenu	236	944	1038	1085	1180	1274	1274
Wolumen sprzedaż propylenu	200	150	160	170	150	130	130
Wolumen sprzedaż polipropylenu	50	200	220	230	250	270	270
Koszty zmienne	762	1132	1231	1295	1305	1315	1315
Logistyka	147	235	256	269	274	278	278
Destylacja	6	22	24	25	28	30	30
Koszty energetyczne i katalizatorów	15	45	49	52	56	59	59
Propan	595	830	902	949	949	948	948
Koszty stałe	354	354	354	354	354	354	354
Amortyzacja	314	314	314	314	314	314	314
Podatki	21	21	21	21	21	21	21
Wynagrodzenia	20	20	20	20	20	20	20
EBIT	-144	9	42	62	72	83	83
marża (%)	-14,8%	0,6%	2,6%	3,6%	4,2%	4,7%	4,7%
EBITDA	170	323	356	376	386	397	397
marża (%)	17,5%	21,6%	21,9%	21,9%	22,3%	22,6%	22,6%
Cena propanu (EUR/t)	460	460	460	460	460	460	460
Cena propanu (PLN/t)	1909	1909	1909	1909	1909	1909	1909
Cena propylenu (EUR/t)	887	887	887	887	887	887	887
Cena propylenu (PLN/t)	3 681	3 681	3 681	3 681	3 681	3 681	3 681
Cena polipropylenu (EUR/t)	1 137	1 137	1 137	1 137	1 137	1 137	1 137
Cena polipropylenu (PLN/t)	4 718	4 718	4 718	4 718	4 718	4 718	4 718
Spread poli-propylen (EUR)	250	250	250	250	250	250	250
Spread propylen-propan (EUR)	312	312	312	312	312	312	312
EUR/PLN	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15

Źródło: ICIS, Prognozy Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

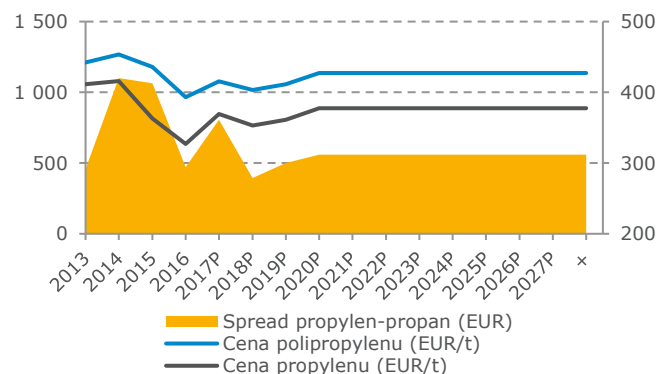
W naszych długoterminowych prognozach dla projektu PDH zakładamy, że marże na produkcji propylenu z propanu i polimeryzacji propylenu będą się kształtować na niższym poziomie niż w latach 2014-2017 ze względu na oczekiwania odnośnie wzrostu cen gazu ziemnego oraz potencjalne powstanie bliźniaczych instalacji w Europie i na świecie. Dodatkowo warto zauważyć, że rekordowe marże w latach 2015-2017 wynikają z niskich cen gazu ziemnego po korekcie na cenach ropy naftowej, a bieżącym cenom propylenu sprzyja bardzo dobra obecnie koniunktura na

- Według naszych szacunków w technologii PDH około **80%** kosztów przypada na **koszty zmienne** (logistyka, destylacja, koszty energetyczne i katalizatory oraz propan), z czego nawet do **60%** na **sam propan**. Koszty stałe stanowią około 20% kosztów ogółem (amortyzacja, wynagrodzenia, podatki od nieruchomości).
- W naszym scenariuszu projekt **PDH w 2025 roku generować będzie nawet 25% skonsolidowanej EBITDA Grupy Azoty**. Kolejna noga biznesu w jeszcze większym stopniu ograniczy uzależnienie Grupy od rynku nawozów.
- Szacujemy, że **w 2025 roku EBITDA Grupy Azoty** wraz z projektem PDH wzrośnie do **1,4 mld PLN**.

świecie oraz wysokie notowane marże petrochemiczne. Ewentualne wyższe ceny propylenu i polipropylenu mogłyby się przełożyć na lepsze parametry ekonomiczne instalacji PDH niż wynika to z naszych prognoz.

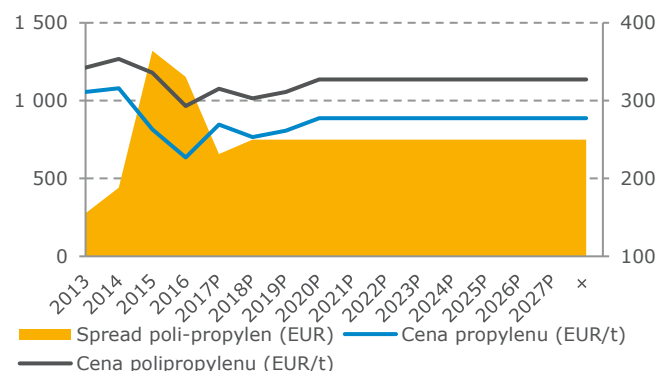
Przy naszych założeniach wartość **NPV projektu PDH wynosi około 75 mln PLN (0,8 PLN/akcja)**. Niska wartość NPV wynika z bardzo dużego Capexu, jaki należy ponieść w związku z budową instalacji i nabrzeża portowego.

Notowania propanu i polipropylenu (LP; EUR/t) oraz marża modelowa na produkcji polipropylenu z propanu (PP; EUR/t)



Źródło: ICIS, Prognozy Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Notowania propylenu i polipropylenu (LP; EUR/t) oraz marża modelowa na polimeryzacji propylenu (PP; EUR/t)

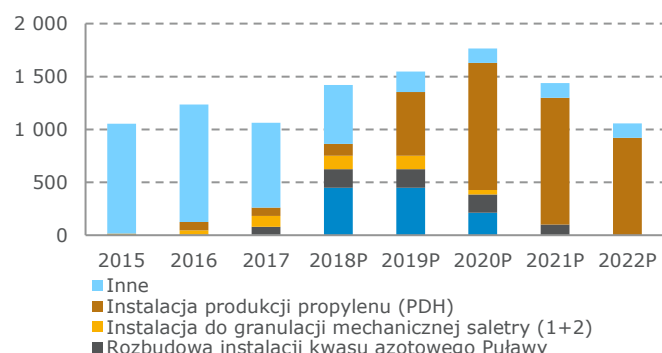


Źródło: ICIS, Prognozy Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Sytuacja płynnościowa Grupy w trakcie inwestycji

W naszych prognozach zakładamy, że **Capex Grupy Azoty w 2018 roku** wyniesie **1,4 mld PLN** (wobec planu Zarządu 1,6 mld PLN; po 1Q'18 wykonanie prognozy Zarządu wynosi jedynie w 12%). **W 2019** oczekujemy, że nakłady wzrosną do **1,5 mld PLN**, a **w 2020 roku** do **1,8 mld PLN**. Zakładamy również, że w latach 2019-2020 wydatki inwestycyjne będą na najwyższym poziomie w ostatnich latach. Największe wydatki będą w kolejnych trzech latach ponoszone na projekt PDH, elektrownię w Puławach, instalacje kwasu azotowego w Puławach oraz instalacji saletry. W okresie prognozy nie zakładamy wydatków inwestycyjnych związanych z przejęciami.

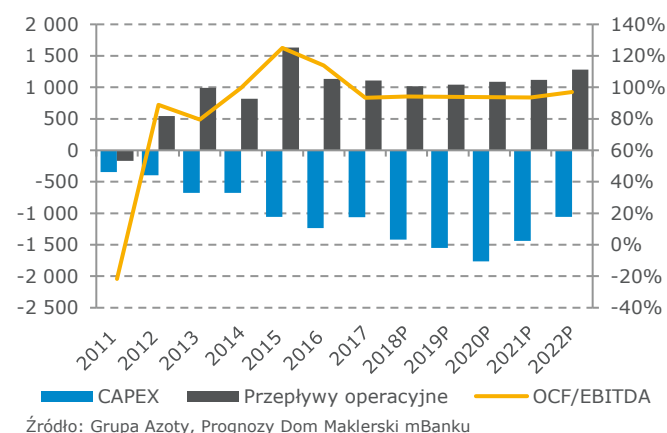
Wydatki na inwestycje w Grupie Azoty w latach 2015-2022



Źródło: Grupa Azoty, Prognozy Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach ponoszone wydatki inwestycyjne w kolejnych 4 latach przewyższą wartość generowanego przepływu gotówki z działalności operacyjnej. W efekcie wartość wolnego przepływu gotówki (**FCF**) w **2018 roku** wyniesie **-410 mln PLN**, w **2019 roku -520 mln PLN**, a **w 2020 roku -680 mln PLN**. Naszym zdaniem Grupa Azoty powróci do generowania dodatnich przepływów pieniężnych dopiero w 2022 roku.

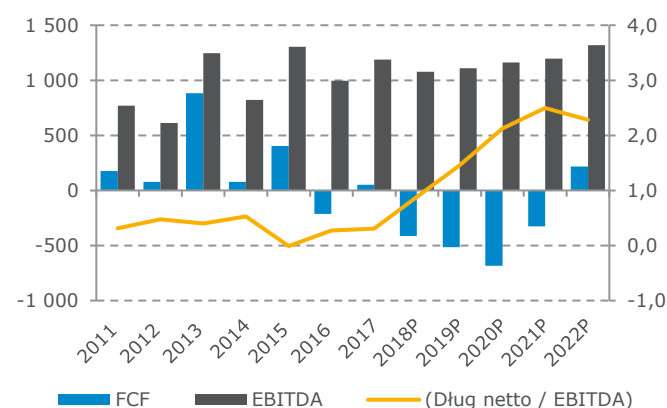
Capex i OCF (LP; mln PLN) oraz relacja OCF/EBITDA (PP; %) w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



Źródło: Grupa Azoty, Prognozy Dom Maklerski mBanku

Według naszych szacunków **najwyższy poziom zadłużenia** Grupy Azoty będzie miał miejsce tuż przed uruchomieniem projektu PDH **w 2021 roku** (2,4xEBITDA). Jeśli jednak Grupa zdecydowała się w między czasie na istotne przejęcie lub Capex PDH uległby nieoczekiwanemu zwiększeniu, to dług netto w relacji do EBITDA mógłby wzrosnąć nawet powyżej 3x.

FCF i EBITDA (LP; mln PLN) oraz relacja długu netto/EBITDA (PP; %) w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



Źródło: Grupa Azoty, Prognozy Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość Grupy Azoty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 35,0 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 48,5 PLN/akcja.

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych Grupy Azoty porównujemy do grupy spółek produkujących nawozy mineralne (wymienione poniżej).

W wycenie decydujemy się do 10% dyskonto Grupy Azoty do spółek porównywalnych z uwagi na fakt, że Spółka w

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	48,5
Wycena DCF	50%	35,0
cena wynikowa		41,8
cena docelowa za 9 m-cy		44,4

kolejnych latach ponosić będzie w istotne nakłady kapitałowe związane z projektami rozwojowymi. W przypadku innych podmiotów niektóre z nich (przykład K+S) są po istotnych inwestycjach.

Analiza porównawcza

	Kraj	2018P	P/E 2019P	2020P	EV/EBITDA 2018P	2019P	2020P
ACRON	Rosja	17,8	12,1	9,6	8,8	6,7	5,5
AGRIUM INC	Kanada	11,1	9,4	8,8	8,0	7,6	6,9
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	USA	10,3	10,2	8,5	6,0	5,7	4,6
ISRAEL CHEMICALS LTD	Izrael	-	-	-	-	-	-
K+S AG-REG	Niemcy	19,4	15,4	12,3	8,4	7,4	6,5
MOSAIC CO/THE	USA	-	-	-	-	-	-
PHOSAGRO OAO-GDR REG S	Rosja	42,6	23,1	17,9	12,6	10,1	9,4
POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	Kanada	13,4	12,1	11,0	8,0	7,6	7,2
YARA INTERNATIONAL ASA	Norwegia	17,9	13,5	11,7	9,3	8,2	7,5
Maksimum		42,6	23,1	17,9	12,6	10,1	9,4
Minimum		10,3	9,4	8,5	6,0	5,7	4,6
Mediana		17,8	12,1	11,0	8,4	7,6	6,9
Grupa Azoty		14,2	14,6	13,7	5,4	5,8	6,3
premia (dyskonto)		-20,4%	20,8%	25,1%	-36,3%	-23,8%	-9,1%

Implikowana wycena

Mediana	17,8	12,1	11,0	8,4	7,6	6,9
Dyskonto	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	40%	40%	20%	40%	40%	20%

Wartość firmy na akcję (PLN)

48,5

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, saletrze amonowej i RSM.

AGRIUM INC zaopatruje w azot, potas i fosforan sektory rolnicze, przemysłowe oraz specjalnego użytku. Spółka działa na terenie obu Ameryk, zaś swoje produkty sprzedaje 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, 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. Spółka produkuje m.in. 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. Głównymi produktami 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 Trynidadzie.

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	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AS Siarczan amonu USD/t	139	139	117	134	130	136	136	137	136
AS Siarczan amonu PLN/t	452	525	463	511	460	488	503	507	505
Mocznik (UREA) EUR/t	391	384	341	351	356	371	372	375	373
Mocznik (UREA) PLN/t	1636	1604	1486	1482	1474	1538	1545	1555	1548
AN Saletra amonowa EUR/t	343	341	298	293	303	316	316	319	317
AN Saletra amonowa PLN/t	1437	1426	1301	1237	1258	1312	1313	1324	1317
CAN (Saletrzak) EUR/t	297	296	261	256	263	274	273	276	274
CAN (Saletrzak) PLN/t	1243	1239	1137	1082	1090	1137	1133	1144	1137
NPK (Polifoska) EUR/t	489	470	434	410	406	423	426	429	427
NPK (Polifoska) PLN/t	2046	1963	1892	1732	1684	1757	1770	1781	1773
DAP (NP - fosforan amonu) EUR/t	507	518	498	469	476	496	500	503	501
DAP (NP - fosforan amonu) PLN/t	2121	2167	2172	1978	1973	2058	2074	2086	2078
RSM EUR/t	204	206	160	161	195	203	200	203	201
RSM PLN/t	853	862	699	680	808	842	830	841	834
Pszenica (rynek polski) (USD/t)	221	179	160	176	192	190	195	195	195
Pszenica (PLN/t)	720	703	631	669	677	684	722	722	722
Kukurydza (rynek polski) (USD/t)	207	160	151	165	192	195	190	190	190
Kukurydza (PLN/t)	674	654	592	630	678	702	703	703	703
Mocznik/pszenica	2,3	2,3	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Mocznik/kukurydza	2,4	2,5	2,5	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Saletra/pszenica	2,0	2,0	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8
Saletra/kukurydza	2,1	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8
Saletrzak/pszenica	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Saletrzak/kukurydza	1,8	1,9	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
RSM/pszenica	1,2	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
RSM/kukurydza	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Polifoska/pszenica	2,8	2,8	3,0	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Polifoska/kukurydza	3,0	3,0	3,2	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Gaz naturalny (taryfa PGNiG + koszty przesyłu) PLN/1000m ³	1328	1167	935	1033					
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) USD/1000m ³	327	258	184	226	270	270	270	289	289
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) PLN/1000m ³	1067	971	724	860	955	972	999	1070	1070
Średnia cena gazu (dla Grupy Azoty) PLN/1000m ³	1221	1082	846	964	1045	1082	1109	1180	1180
Siarka USD/t	160	165	129	98	111	111	112	112	113
Siarka PLN/t	523	621	507	372	391	400	413	415	417
Sól potasowa USD/t	292	302	235	230	255	256	257	258	260
Sól potasowa PLN/t	951	1138	928	877	900	921	951	956	961
Fosforyty USD/t	123	129	100	91	107	107	108	108	109
Fosforyty PLN/t	401	486	395	344	377	385	398	400	402
EUR/PLN	4,18	4,18	4,36	7,9	7,9	7,9	7,9	6,2	6,2
USD/PLN	3,26	3,77	3,94	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	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM (Politriksan) EUR/t	2250	2150	1939	2008	2096	2127	2159	2192	2224
POM (Politriksan) PLN/t	9414	8985	8458	8478	8688	8828	8961	9095	9231
Poliamid 6 EUR/t	2021	1669	1518	2152	2051	1876	1933	1925	1923
Poliamid 6 PLN/t	8456	6975	6622	9085	8503	7784	8023	7989	7982
Kaprolaktam EUR/t	1900	1613	1523	2109	1974	1857	1914	1906	1904
Kaprolaktam PLN/t	7950	6740	6642	8903	8184	7707	7944	7910	7903
Benzen EUR/t	995	635	594	762	686	680	769	769	769
Benzen PLN/t	4164	2653	2593	3217	2842	2822	3190	3190	3190
Cykloheksan USD/t	1557	877	808	1018	1135	1081	1119	1129	1143
Cykloheksan PLN/t	5080	3306	3185	3875	4016	3890	4142	4177	4230
Fenol EUR/t	1576	1212	1027	1179	1410	1407	1467	1425	1384
Fenol PLN/t	6596	5065	4480	4978	5843	5841	6086	5914	5743
Ropa naftowa Brent (USD/Bbl)	101	52	45	54	66	65	70	75	75
Nafta (USD/t)	774	467	382	489	560	553	596	638	638
Kaprolaktam / cykloheksan	1,6	2,0	2,1	2,3	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Kaprolaktam / fenol	1,2	1,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
Poliamid / kaprolaktam	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Nafta / ropa naftowa	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Benzen / nafta	1,6	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Cykloheksan / benzen	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4
Cykloheksan / fenol	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Fenol / propylen	1,5	1,5	1,6	1,4	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6
Fenol / benzen	1,6	1,9	1,7	1,5	2,1	2,0	1,8	1,8	1,7

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment produktów chemicznych	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Melamina EUR/t	1331	1350	1385	1509	1650	1590	1603	1650	1621
Melamina PLN/t	5570	5641	6044	6370	6905	6600	6654	6846	6728
Oxoplast (plastyfikatory) EUR/t	1512	1377	1269	1363	1172	1234	1337	1337	1337
Oxoplast (plastyfikatory) PLN/t	6326	6177	5537	5752	5110	5121	5548	5548	5548
Biel tytanowa EUR/t	2353	2158	2047	2542	2934	2825	2716	2553	2411
Biel tytanowa PLN/t	9843	9018	8929	10732	8360	11723	11272	10597	10004
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) EUR/t	1390	1105	879	1089	883	945	1044	1044	1044
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) PLN/t	5814	4620	3834	4597	4084	3920	4334	4334	4334
Alkohol OXO (n-butanol) EUR/t	1122	916	728	1078	850	910	1006	1006	1006
Alkohol OXO (n-butanol) PLN/t	4694	3829	3042	4551	3524	3776	4174	4174	4174
Alkohol OXO (i-butanol) EUR/t	1023	868	690	838	799	855	945	945	945
Alkohol OXO (i-butanol) PLN/t	4281	3629	2681	3538	3310	3546	3920	3920	3920
Propylen EUR/t	1080	815	635	846	765	806	887	887	887
Propylen PLN/t	4517	3406	2770	3571	3172	3346	3681	3681	3681
Metanol EUR/t	383	339	234	235	239	242	246	250	253
Metanol PLN/t	1604	1418	1023	993	990	1006	1021	1036	1052
Ilmenit (żelaziak tytanowy) USD/t	113	87	120	235	218	220	221	222	223
Ilmenit (żelaziak tytanowy) PLN/t	368	329	474	992	773	790	816	820	824
Propylen / nafta	1,8	1,9	1,8	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
Ilmenit / biel tytanowa	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2-Etyloheksanol / propylen	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Alkohole OXO / propylen	1,1	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
POM / metanol	5,9	6,3	8,3	8,5	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Plastyfikatory / propylen	1,4	1,8	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Melamina /gaz	4,6	5,2	7,1	6,6	6,6	6,1	6,0	5,8	5,7

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM	9,5	9,4	9,1	9,7	10,4	10,6	10,8	11,1	11,3
PA6	94,8	105,5	101,3	113,8	151,9	157,4	157,7	158,0	158,3
Kaprolaktam	74,7	66,4	63,8	52,3	19,3	6,6	6,3	5,9	5,6
Nawozy azotowe, w tym:	4 298,5	4 354,2	4 120,2	4 319,8	4 233,8	4 351,0	4 573,3	4 797,3	4 931,3
mocznik i AdBlue	1 249,9	1 276,0	1 215,4	1 299,0	1 320,4	1 376,8	1 403,8	1 432,0	1 451,5
saletra amonowa	1 094,1	1 102,4	1 061,2	1 062,0	1 021,7	1 047,2	1 062,8	1 078,6	1 094,8
saletrzak	639,7	647,5	582,1	550,8	508,4	518,6	520,1	521,7	523,2
RSM	568,7	613,5	639,7	731,5	694,4	708,3	722,4	736,9	751,6
granulaty (nowe instalacje)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	164,0	327,9	409,8
Nawozy wieloskładnikowe	1 089,9	1 338,5	1 268,9	1 356,3	1 216,9	1 277,8	1 290,6	1 303,5	1 316,5
Melamina	78,7	83,0	87,2	90,0	92,0	93,4	94,8	96,2	97,7
Alkohole OXO	152,2	118,3	132,8	149,6	153,6	154,3	155,1	155,9	156,7
Plastyfikatory	24,0	33,2	40,5	45,3	45,7	49,4	50,9	52,4	54,0
Biel tytanowa	34,8	33,6	37,1	38,4	38,3	38,8	39,4	40,0	40,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Dynamika wolumenów sprzedaży r/r	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM	13,8%	-0,5%	-3,4%	6,4%	7,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
PA6	5,1%	11,3%	-4,0%	12,3%	33,5%	3,6%	0,2%	0,2%	0,2%
Kaprolaktam	-4,1%	-11,2%	-3,9%	-18,1%	-63,1%	-65,8%	-5,0%	-5,4%	-5,8%
Nawozy azotowe, w tym:	4,4%	1,3%	-5,4%	4,8%	-2,0%	2,8%	5,1%	4,9%	2,8%
mocznik i AdBlue	15,5%	2,1%	-4,7%	6,9%	1,6%	4,3%	2,0%	2,0%	1,4%
saletra amonowa	1,7%	0,8%	-3,7%	0,1%	-3,8%	2,5%	1,5%	1,5%	1,5%
azotan amonowo-wapniowy (saletrzak)	10,8%	1,2%	-10,1%	-5,4%	-7,7%	2,0%	0,3%	0,3%	0,3%
RSM	-15,3%	7,9%	4,3%	14,3%	-5,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nawozy wieloskładnikowe	10,2%	22,8%	-5,2%	6,9%	-10,3%	5,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Melamina	-2,0%	5,5%	5,0%	3,2%	2,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Alkohole OXO	5,8%	-22,3%	12,2%	12,6%	2,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Plastyfikatory	-14,5%	38,2%	21,7%	12,0%	0,9%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Biel tytanowa	-4,9%	-3,6%	10,3%	3,7%	-0,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA (mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nawozy agro	594,4	998,1	599,8	483,7	321,1	345,0	418,6	432,2	454,9
Tworzywa	-33,5	-10,4	-32,5	220,9	239,2	226,0	223,2	217,1	212,9
Chemia	45,6	134,7	270,8	348,1	398,1	374,7	350,7	304,6	260,6
Energetyka	80,0	77,9	95,5	58,4	60,1	55,4	52,1	125,3	114,2
Pozostałe	77,9	114,5	39,7	75,8	59,1	108,1	116,7	116,3	106,0
PDH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	169,8
Razem	764,4	1 314,8	973,3	1 186,9	1 077,6	1 109,2	1 161,3	1 195,5	1 318,4

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA (tys. PLN/t)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nawozy agro	0,115	0,182	0,124	0,101	0,064	0,067	0,078	0,077	0,079
Tworzywa	-0,245	0,008	-0,183	1,254	1,314	1,295	1,277	1,241	1,215
Chemia	0,168	0,314	0,473	0,558	0,531	0,478	0,433	0,363	0,304

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wydatków inwestycyjnych

Inwestycje (mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Elektrownia Puławy	3,8	5,0	450,0	450,0	211,1	0,0	0,0
Rozbudowa instalacji kwasu azotowego Puławy	0,5	73,7	173,8	173,8	173,8	99,5	0,0
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (1)	42,8	19,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (2)	0,0	85,2	128,3	128,3	43,1	0,0	0,0
Elektrociepłownia Kędzierzyn	87,5	58,5	29,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Węzeł oczyszczania spalin w Policach	40,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Modernizacja instalacji amoniaku w Policach	82,6	82,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wytwórnia poliamidów Tarnów	149,1	99,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji nawozów mineralnych Tarnów	81,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja produkcji propylenu (PDH)	76,9	76,9	110,0	600,0	1 200,0	1 200,0	921,4
Inne projekty Tarnów	136,2	95,7	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Kędzierzyn	35,4	71,6	70,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Puławy	37,7	45,2	38,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Police	52,0	68,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Siarkopol	3,4	26,9	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje odtworzeniowe	405,6	253,9	348,1	195,9	136,9	139,2	134,3
Przejęcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suma	1 236,4	1 062,5	1 420,3	1 548,0	1 764,9	1 438,7	1 055,7

Źródło: 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 2026 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec maja 2018 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	+
Przychody ze sprzedaży	9 630,6	9 991,9	10 271,6	10 451,4	11 480,1	12 083,1	12 276,7	12 445,8	12 563,7	12 691,1	12 795,2
zmiana	0,1%	3,8%	2,8%	1,8%	9,8%	5,3%	1,6%	1,4%	0,9%	1,0%	0,8%
EBITDA	1 077,6	1 109,2	1 161,3	1 195,5	1 318,4	1 443,0	1 430,2	1 421,4	1 402,0	1 405,1	1 397,4
marża EBITDA	11,2%	11,1%	11,3%	11,4%	11,5%	11,9%	11,7%	11,4%	11,2%	11,1%	10,9%
Amortyzacja	653,1	684,7	695,9	671,6	922,3	925,0	919,3	905,0	880,6	887,5	887,5
EBIT	424,4	424,5	465,4	524,0	396,1	518,0	510,9	516,3	521,4	517,6	509,9
marża EBIT	4,4%	4,2%	4,5%	5,0%	3,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%
Opodatkowane EBIT	71,3	69,2	72,7	78,8	23,7	48,4	50,9	54,9	57,6	57,6	56,5
NOPLAT	353,2	355,3	392,7	445,2	372,4	469,6	460,0	461,4	463,8	460,0	453,4
CAPEX	-1420,3	-1548,0	-1764,9	-1438,7	-1055,7	-553,4	-601,2	-643,5	-814,5	-880,6	-887,5
Kapitał obrotowy	-0,3	-7,9	-6,1	-3,9	-22,4	-13,1	-4,2	-3,7	-2,6	-2,8	-2,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
FCF	-414,3	-515,9	-682,4	-325,9	216,6	828,0	773,9	719,2	527,3	464,1	452,1
WACC	7,8%	7,4%	7,0%	6,8%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%
współczynnik dyskonta	0,96	0,90	0,84	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46
PV FCF	-399,1	-463,7	-576,1	-258,6	159,4	565,7	488,4	418,5	283,8	231,2	208,2

WACC	7,8%	7,4%	7,0%	6,8%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	8,6%	11,9%	12,1%	12,4%	12,6%	12,6%	12,5%
Dług netto / EV	18,4%	27,7%	36,9%	41,4%	41,6%	36,3%	31,7%	27,5%	25,4%	24,1%	22,6%
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)	7 980,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 975,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	449,4
Wartość firmy (EV)	4 424,8
Dług netto	366,6
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	587,6
Wartość firmy	3 470,5
Liczba akcji (mln)	99,2
Wartość firmy na akcję (PLN)	35,0
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	37,2

EV/EBITDA ('18) dla ceny docelowej	4,9
P/E ('18) dla ceny docelowej	12,4
Udział TV w EV	89,8%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	19,0	22,3	26,7	32,5	53,8
WACC +0,5 p.p.	22,3	26,3	31,5	38,7	67,0
WACC	26,1	30,8	37,2	46,3	85,1
WACC -0,5 p.p.	30,4	36,1	44,0	55,7	111,7
WACC -1,0 p.p.	35,4	42,3	52,3	67,7	154,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	9 898,5	10 007,9	8 955,7	9 617,5	9 630,6	9 991,9	10 271,6	10 451,4	11 480,1
zmiana	0,8%	1,1%	-10,5%	7,4%	0,1%	3,8%	2,8%	1,8%	9,8%
Nawozy agro	5 580,4	6 057,9	5 115,7	5 027,9	4 811,9	5 141,2	5 241,0	5 363,0	5 403,2
Tworzywa	1 460,2	1 248,0	1 117,8	1 419,1	1 544,5	1 446,7	1 489,3	1 487,1	1 489,5
Chemia	2 505,6	2 302,2	2 295,3	2 788,8	2 892,3	3 023,8	3 162,5	3 223,4	3 238,0
Energetyka	194,6	209,2	239,7	230,1	247,4	252,3	257,4	262,5	267,8
Pozostałe	157,7	207,1	187,1	151,6	134,6	127,9	121,5	115,4	109,6
PDH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	972,1
Koszty wytworzenia	8 231,6	7 742,0	6 997,9	7 457,7	7 704,7	8 065,3	8 289,7	8 394,6	9 527,6
Koszty sprzedaży	581,1	630,2	669,3	673,6	672,9	701,5	704,3	707,8	713,1
Koszty zarządu	740,0	736,5	729,6	757,8	776,9	787,3	797,8	808,6	819,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-43,6	-74,7	-72,8	-131,2	-10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	302,2	824,4	486,1	597,2	424,4	424,5	465,4	524,0	396,1
zmiana	-56,7%	172,8%	-41,0%	22,9%	-28,9%	0,0%	9,6%	12,6%	-24,4%
marża EBIT	3,1%	8,2%	5,4%	6,2%	4,4%	4,2%	4,5%	5,0%	3,5%
Wynik na działalności finansowej	-12,6	-9,3	-10,1	-36,8	-49,3	-60,4	-82,7	-109,3	-120,1
Pozostałe	13,9	13,7	15,2	16,0	14,5	15,0	15,7	16,1	17,8
Zysk brutto	303,5	828,9	491,1	576,4	389,7	379,1	398,4	430,9	293,8
Podatek dochodowy	37,7	150,6	116,0	87,6	74,0	72,0	75,7	81,9	25,3
Udziałowcy mniejszościowi	33,7	73,7	31,8	32,2	17,9	17,2	15,1	2,9	-2,1
Zysk netto	231,4	604,6	343,3	456,7	297,8	289,9	307,6	346,1	270,7
zmiana	-63,8%	161,3%	-43,2%	33,0%	-34,8%	-2,7%	6,1%	12,5%	-21,8%
marża	2,3%	6,0%	3,8%	4,7%	3,1%	2,9%	3,0%	3,3%	2,4%
Amortyzacja	520,2	479,3	510,6	589,7	653,1	684,7	695,9	671,6	922,3
EBITDA	822,4	1 303,7	996,7	1 186,9	1 077,6	1 109,2	1 161,3	1 195,5	1 318,4
zmiana	-34,0%	58,5%	-23,6%	19,1%	-9,2%	2,9%	4,7%	2,9%	10,3%
marża EBITDA	8,3%	13,0%	11,1%	12,3%	11,2%	11,1%	11,3%	11,4%	11,5%
EBITDA skorygowana	862	1 353	1 034	1 262	1 088	1 109	1 161	1 196	1 318
Zysk netto skorygowany	297	713	385	550	306	290	308	346	271
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	2,3	6,1	3,5	4,6	3,0	2,9	3,1	3,5	2,7
CEPS	7,6	10,9	8,6	10,5	9,6	9,8	10,1	10,3	12,0
ROAE	4,0%	9,6%	5,3%	6,7%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	3,5%
ROAA	2,3%	5,8%	3,1%	3,9%	2,5%	2,4%	2,3%	2,5%	1,9%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	9 948,3	10 495,1	11 051,9	11 738,0	11 931,2	12 213,7	13 269,1	14 086,4	14 451,6
Majątek trwały	6 781,1	6 942,7	7 651,5	8 070,0	8 846,9	9 712,7	10 787,7	11 562,5	11 704,9
Wartość niematerialne i prawne	510,4	522,4	530,6	395,8	372,6	354,9	345,0	329,0	305,6
Rzeczowe aktywa trwałe	5 966,3	6 156,5	6 873,2	7 256,4	8 056,5	8 939,9	10 024,8	10 815,6	10 981,5
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	2,9	7,0	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	201,9	180,0	185,8	315,8	315,8	315,8	315,8	315,8	315,8
Długoterminowe RM	86,9	64,1	45,5	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
Majątek obrotowy	3 167,2	3 552,4	3 400,4	3 668,1	3 084,2	2 501,0	2 481,4	2 523,9	2 746,7
Zapasy	1 347,8	958,8	858,0	1 003,2	1 004,6	1 042,3	1 071,4	1 090,2	1 197,5
Należności krótkoterminowe	1 161,4	1 096,3	1 073,4	1 088,4	1 089,9	1 130,8	1 162,4	1 182,8	1 299,2
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	92,7	239,2	223,5	201,7	201,7	201,7	201,7	201,7	201,7
Środki pieniężne	558,6	753,1	641,7	1 085,9	699,2	89,7	8,3	11,0	6,3
Krótkoterminowe RM	6,7	6,3	12,2	35,1	35,2	36,5	37,5	38,2	41,9
PASYWA	9 948,3	10 495,1	11 051,9	11 738,0	11 931,2	12 213,7	13 269,1	14 086,4	14 451,6
Kapitał własny	5 759,0	6 285,7	6 533,9	6 855,8	7 034,5	7 235,0	7 455,7	7 709,5	7 841,7
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	2 843,4	3 371,4	3 624,3	3 926,3	4 105,1	4 305,6	4 526,3	4 780,1	4 912,3
Udziały mniejszości	729,1	625,8	595,4	587,6	599,4	609,4	618,3	626,0	634,0
Zobowiązania długoterminowe	849,5	1 390,5	1 708,4	1 945,7	1 945,7	1 945,7	1 945,7	1 945,7	1 945,7
Dług	497,1	1 063,6	1 387,1	1 604,5	1 604,5	1 604,5	1 604,5	1 604,5	1 604,5
Zobowiązania krótkoterminowe	2 047,7	1 785,3	1 762,4	1 913,2	1 915,7	1 983,7	2 806,4	3 360,3	3 574,0
Zobowiązania handlowe	1 459,0	1 609,7	1 642,8	1 811,5	1 814,0	1 882,0	1 934,7	1 968,6	2 162,3
Dług	588,6	175,6	119,5	101,7	101,7	101,7	871,7	1 391,7	1 411,7
Rezerwy na zobowiązania	557,7	406,9	443,7	330,1	330,1	330,1	330,1	330,1	330,1
Pozostałe	5,3	1,0	8,2	105,6	105,7	109,7	112,8	114,7	126,0
Dług	1 085,8	1 239,1	1 506,7	1 706,2	1 706,2	1 706,2	2 476,2	2 996,2	3 016,2
Dług netto	434,5	-12,7	273,3	366,6	953,3	1 616,4	2 467,9	2 985,2	3 009,8
(Dług netto / Kapitał własny)	7,5%	-0,2%	4,2%	5,3%	13,6%	22,3%	33,1%	38,7%	38,4%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	0,0	0,3	0,3	0,9	1,5	2,1	2,5	2,3
BVPS	58,1	63,4	65,9	69,1	70,9	72,9	75,2	77,7	79,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	819,8	1 630,2	1 136,1	1 107,3	1 015,0	1 041,8	1 089,3	1 118,2	1 279,5
Zysk netto	231,4	604,6	343,3	456,7	297,8	289,9	307,6	346,1	270,7
Amortyzacja	520,2	479,3	510,6	589,7	653,1	684,7	695,9	671,6	922,3
Kapitał obrotowy	-35,9	299,5	136,9	12,6	-0,3	-7,9	-6,1	-3,9	-22,4
Pozostałe	104,2	246,9	145,3	48,3	64,3	75,1	91,8	104,4	108,9
Przepływy inwestycyjne	-648,1	-1 503,4	-1 303,2	-709,2	-1 220,3	-1 494,3	-1 764,9	-1 438,7	-1 055,7
CAPEX	-675,5	-1 054,7	-1 236,4	-1 062,5	-1 420,3	-1 548,0	-1 764,9	-1 438,7	-1 055,7
Inwestycje kapitałowe	76,2	-448,7	-66,8	353,3	200,0	53,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-326,1	67,7	76,0	39,0	-174,4	-156,9	594,2	323,2	-228,5
Dług	-253,1	165,6	245,4	242,5	0,0	0,0	770,0	520,0	20,0
Dywidendy/buy-back	-41,8	0,0	-83,3	-78,4	-119,0	-89,3	-87,0	-92,3	-138,4
Dywid. w spółkach konsolidowanych	0,0	-25,5	-8,1	-17,3	-6,1	-7,2	-6,2	4,8	10,0
Pozostałe	-31,3	-72,4	-78,0	-107,8	-49,3	-60,4	-82,7	-109,3	-120,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	-154,4	194,5	-91,1	437,0	-379,7	-609,4	-81,5	2,7	-4,7
Środki pieniężne na koniec okresu	558,6	753,1	662,0	1 078,9	699,2	89,7	8,3	11,0	6,3
DPS (PLN)	0,42	0,00	0,84	0,79	1,20	0,90	0,88	0,93	1,40
FCF	77,7	402,5	-213,7	52,5	-414,3	-515,9	-682,4	-325,9	216,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-6,8%	-10,5%	-13,8%	-11,0%	-14,7%	-15,5%	-17,2%	-13,8%	-9,2%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	18,3	7,0	12,3	9,3	14,2	14,6	13,7	12,2	15,6
P/CE	5,6	3,9	4,9	4,0	4,4	4,3	4,2	4,2	3,5
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	1,7%	9,6%	-4,8%	1,1%	-8,0%	-8,8%	-10,2%	-4,5%	3,0%
EV/EBITDA	6,6	3,7	5,1	4,4	5,4	5,8	6,3	6,6	6,0
EV/EBIT	17,8	5,9	10,5	8,7	13,6	15,2	15,7	15,0	19,9
EV/S	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
OCF/EBITDA	100%	125%	114%	93%	94%	94%	94%	94%	97%
DYield	1,0%	0,0%	2,0%	1,9%	2,8%	2,1%	2,1%	2,2%	3,3%
Cena (PLN)	42,60	42,60	42,60	42,60	42,60	42,60	42,60	42,60	42,60
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)	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7	4 225,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	729,1	625,8	595,4	587,6	599,4	609,4	618,3	626,0	634,0
EV (mln PLN)	5 389,3	4 838,7	5 094,4	5 180,0	5 778,5	6 451,6	7 312,0	7 836,9	7 869,5

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**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**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**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**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**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 od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**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 posługującego 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi bankowe.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił na rzecz emitenta rolę Globalnego Współkoordynatora oraz Współzarządzającego Księgą Popytu.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 maja 2018 o godzinie 8:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 maja 2018 o godzinie 8:35.

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

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, 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**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.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.**Rekomendacje dotyczące spółki Grupa Azoty wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-12-01	2017-10-02	2017-09-01	2017-08-02	2017-07-03	2017-06-23	2017-06-02	
cena docelowa (PLN)	60,99	67,13	73,42	73,64	78,52	80,77	69,60	74,30	74,30	74,30	73,90	
kurs z dnia rekomendacji	51,10	56,55	72,00	74,40	71,30	79,80	68,90	72,08	63,30	67,50	63,01	

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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