

piątek, 23 czerwca 2017 | aktualizacja raportu

Grupa Azoty: akumuluj (obniżona)

ATT PW; ATT.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Przed nami niska baza rezultatów

Grupa Azoty jest beneficjentem rosnących cen pszenicy, które reagują na obniżenie perspektywy zbiorów zbóż w Rosji (ze 110 mln ton do 100-105 mln ton) oraz niskie odczyty odnośnie jakości pszenicy w USA (tylko 41% upraw zakwalifikowane zostało jako dobre i bardzo dobre – jest to najniższy poziom od 2002 roku). Spółka począwszy od 2Q'17 wchodzi w okres niskiej bazy rezultatów, co przy lepszych perspektywach dla segmentu tworzy sztucznych i produktów chemicznych pozwoli prawdopodobnie na wyraźną poprawę rezultatów w okresie 2Q'17-4Q'17. W segmencie nawozów w 2Q'17 Grupa korzystać będzie z niższych cen gazu ziemnego (cena zakupowa w 2Q'17 -4% q/q) oraz odbijających od XII'16 cen nawozów na rynku krajowym. Według naszych szacunków w 2Q'17 wynik EBITDA może wzrosnąć o 63% r/r, w 3Q'17 91% r/r, a w 4Q'17 o 49% r/r. W efekcie w całym roku Spółka odnotowałaby około 20% poprawę rezultatów na poziomie EBITDA. Obecnie Grupa Azoty notowana jest z około 15% dyskontem do wyceny porównawczej (73,50 PLN/akcja). Podwyższamy naszą cenę docelową z 73,90 PLN do 74,30 PLN oraz z uwagi na zmniejszenie potencjału wzrostu obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj (2 czerwca podnieśliśmy zalecenie do kupuj przy cenie bieżącej 63,01 PLN/akcja).

Wyraźne ograniczenie eksportu nawozów z Chin

Wolumen eksportu nawozów syntetycznych z Chin w kwietniu 2017 utrzymywał się na poziomach wyraźnie niższych r/r. Eksport nawozów syntetycznych spadł w IV'17 o 19% r/r, a mocznika o 45% r/r. Niskie wolumeny eksportu z Chin zmniejszają presję na globalne ceny nawozów, jako że Chiny są największym producentem i eksporterem mocznika.

Lepsza koniunktura na nawozy w Polsce na początku roku

Ceny nawozów saletranych w kraju wyraźnie odbijały w 1Q'17 wraz z rosnącymi cenami gazu ziemnego. Podwyżki cen na rynku krajowym miały miejsce przy wyraźnie wyższym wolumenie sprzedaży (w 1Q'17 w Grupie Azoty nawozy azotowe +2,8% r/r, a wieloskładnikowe +6,8% r/r). Wyższy r/r wolumen sprzedaży wynikał ze spadku importu nawozów ze wschodu (na Ukrainie w I'17 z powodu niskich temperatur z produkcji wypadły dwie instalacje produkcji nawozów) oraz szybszego tempa przyznawania dopłat dla rolników (pierwsze wypłaty ruszyły w 4Q'16, podczas gdy w 2016 roku dopłaty realnie trafiły do rolników w okresie V-VI'16). Nadzieja na wzrost zasobności portfela rolników jest poprawa jakości uprawianych zbóż w 2017 roku (w 2016 roku niesprzyjająca pogoda w Europie negatywnie wpłynęła na wolumen i jakość pszenicy).

Przestoje w tworzywach podbijają tegoroczny wynik

Grupa Azoty od początku roku korzysta ze wzrostu modelowej marży pomiędzy kaprolaktamem a benzenem. Wynika, to przede wszystkim z przestojów w fabrykach Fibrant w Geleen, KuibyshevAzot w Togliatti i Domo w Leuna. W 1Q'17 na wysokim poziomie znajdował się z kolei popyt ze strony branży Automotive, która odbudowywała zapasy po dobrej sprzedaży w 4Q'16 w Chinach i 1Q'17 w Europie.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	10 007,9	8 955,7	9 693,7	10 173,3	10 490,1
EBITDA	1 303,7	996,7	1 203,7	1 256,3	1 344,4
marża EBITDA	13,0%	11,1%	12,4%	12,3%	12,8%
EBIT	824,4	486,1	684,1	665,2	684,6
Zysk netto	604,6	343,3	494,7	459,6	467,0
P/E	11,1	19,5	13,5	14,6	14,3
P/CE	6,2	7,8	6,6	6,4	5,9
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,6	7,6	6,7	6,6	6,2
DPS	0,00	0,84	0,79	1,00	1,39
DYield	0,0%	1,2%	1,2%	1,5%	2,1%

Cena bieżąca	67,50 PLN
Cena docelowa	74,30 PLN
Kapitalizacja	6,7 mld PLN
Free float	1,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,2 mln PLN

Struktura akcjonariatu

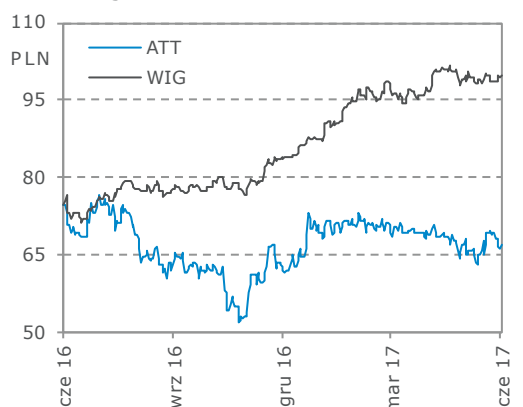
Skarb Państwa	33,00%
Wiaczesław Kantor (Acron)	19,82%
TFI PZU AM	8,60%
EBRD	5,75%
NN OFE	5,55%
PZU OFE	4,57%

Pozostali 22,71%

Profil spółki

Grupa Azoty specjalizuje się w wytwarzaniu nawozów azotowych (saletrane 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 saletranych i około 80% nawozów wieloskładnikowych.

Kurs akcji ATT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Grupa Azoty	74,30	73,90	akumuluj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Azoty	67,50	74,30	+10,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P	2019P
Przychody	+1,4%	+2,8%	+6,4%
EBITDA	+4,8%	+1,8%	+9,2%
Zysk netto	+15,7%	+2,9%	+22,8%

Analitik:

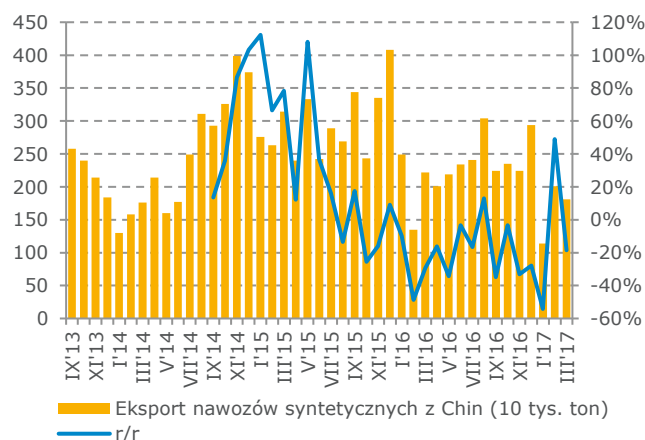
Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Rynek nawozów

W kwietniu 2017 roku wolumen eksportu nawozów syntetycznych z Chin utrzymywał się na wyraźnie niższych r/r poziomach. **Eksport nawozów syntetycznych spadł w IV'17 o 19% r/r, a mocznika o 45% r/r.** Niskie wolumeny eksportu z Chin zmniejszają presję na globalne ceny nawozów. Chiny to największy producent i eksporter mocznika, gdzie produkcja nawozów oparta jest na drogiej metodzie wykorzystującej spalanie węgla energetycznego. Przy bieżących cenach węgla i nawozów metoda ta jest niekonkurencyjna w porównaniu do produkcji opartej na gazie ziemnym.

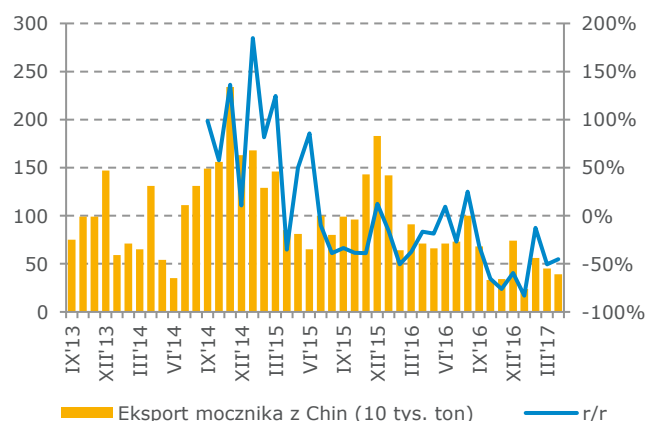
Producentom nawozów w Europie na początku roku sprzyjało **ograniczenie importu nawozów ze Wschodu**. Na Ukrainie w styczniu z powodu niskich temperatur z produkcji wypadły dwie instalacje produkcji nawozów, a import z tego kraju praktycznie zniknął. 18 maja międzyresortowa komisja ds. handlu międzynarodowego na Ukrainie podjęła decyzję o **wznovieniu działań antydumpingowych w odniesieniu do importu na Ukrainę niektórych nawozów azotowych pochodzących z Rosji. Cło w wysokości 31,84%** będzie stosowane wobec wszystkich producentów mocznika i saletry wyprodukowanych w Rosji. Warto zwrócić uwagę, że Rosja jest głównym dostawcą nawozów na Ukrainę (80-90%), co spowoduje prawdopodobnie, że Ukraina nie będzie już sprzedawać własnej produkcji na eksport.

Wolumeny eksportu nawozów syntetycznych z Chin (10 tys. ton) w latach 2013-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, China Customs Statistics

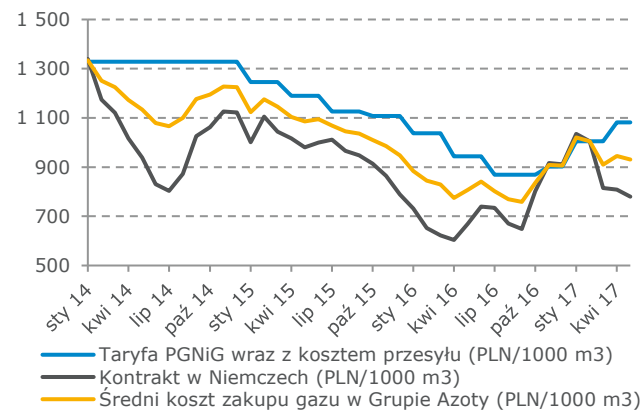
Wolumeny eksportu mocznika z Chin (10 tys. ton) w latach 2013-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, China Customs Statistics

Według naszych szacunków **średnie ceny zakupu gazu dla Grupy Azoty w 2Q'17 spadną o 4,2% q/q**, po odpowiednio **13,7% i 10,7% q/q wzrostu w 4Q'16 i 1Q'17**. Grupie Azoty w 2Q'17 i 3Q'17 sprzyja obserwowany spadek cen gazu ziemnego w Europie (w ślad za lokalnie niższymi cenami ropy naftowej).

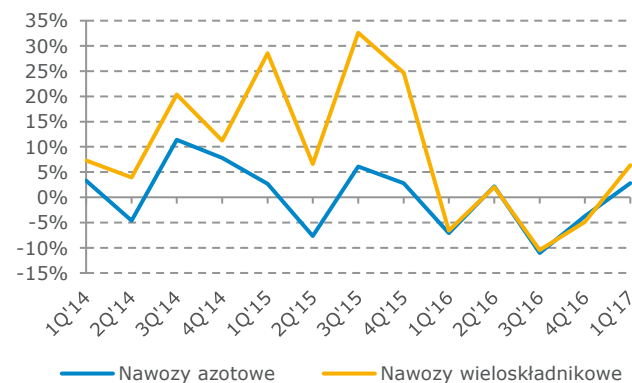
Ceny zakupu gazu ziemnego dla Grupy Azoty w latach 2014-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

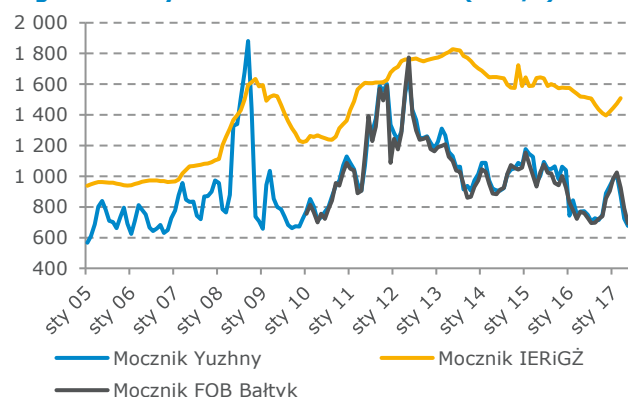
Ceny nawozów saletranych wyraźnie odbijały w 1Q'17 wraz z rosnącymi cenami gazu ziemnego. Podwyżki cen na rynku krajowym miały miejsce przy wyraźnie odbijającym wolumenie sprzedaży (**w 1Q'17 nawozy azotowe +2,8% r/r, a wieloskładnikowe +6,8% r/r**). Wyższy r/r wolumen sprzedaży wynikał ze **spadku importu nawozów ze Wschodu oraz szybszego tempa przyznawania dopłat dla rolników** (pierwsze wypłaty ruszyły w 4Q'16, podczas gdy na 2016 rok dopłaty realnie trafiły do rolników w okresie V-VI'16). W 2017 roku pozytywnie na wolumen sprzedaży nawozów może mieć wpływ rozpoczęcie przyznawania dofinansowań w ramach PROW (dopiero w 2017 roku następuje dystrybucja dopłat do nowych inwestycji z wniosków, które zostały złożone w latach 2015-2016; stary program zakończył się w 2015 roku). Nadzieją na wzrost zasobności portfela rolników jest **poprawa jakości uprawianych zbóż w 2017 roku** (w 2016 roku niesprzyjająca pogoda w Europie negatywnie wpłynęła na wolumen i jakość pszenicy) oraz **odbijające ceny zbóż** (w obawie o produkcję z regionu Morza Czarnego oraz w USA).

Zmiana wolumenu sprzedaży nawozów azotowych oraz wieloskładnikowych w Grupie Azoty w latach 2014-2017 (r/r)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Grupa Azoty

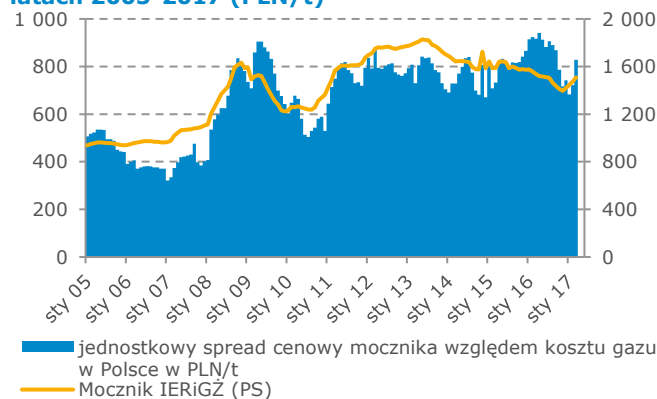
Ceny mocznika w porcie Yuzhny, w Polsce oraz w regionie Bałtyku w latach 2005-2017 (PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

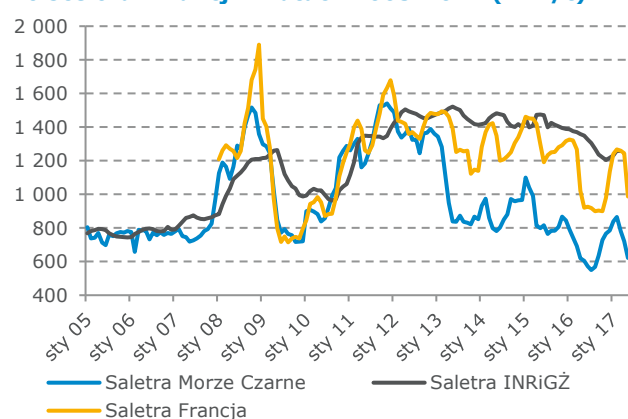
Wyższe ceny nawozów saletrzanych w kraju wraz ze spadkiem cen gazu ziemnego w marcu przełożyły się na **wzrost marży modelowej dla Grupy Azoty**. Negatywnym zjawiskiem, jaki można zauważyć na rynkach zagranicznych jest **spadek cen nawozów saletrzanych na rynkach zagranicznych** w kwietniu i maju. Wynika to przede wszystkim z **korekty cen gazu ziemnego** po okresie zimowym. Korekta cen na rynkach zagranicznych dotyczyła przede wszystkim mocznika i saletry, ceny saletrzaku były bardziej stabilne w tym czasie. Poprawa marży w kraju miała miejsce w kwietniu na mocniku, saletrzaku i saletrze.

Ceny mocznika w Polsce oraz spread pomiędzy ceną nabycia gazu dla Grupy Azoty oraz ceną nawozu w latach 2005-2017 (PLN/t)



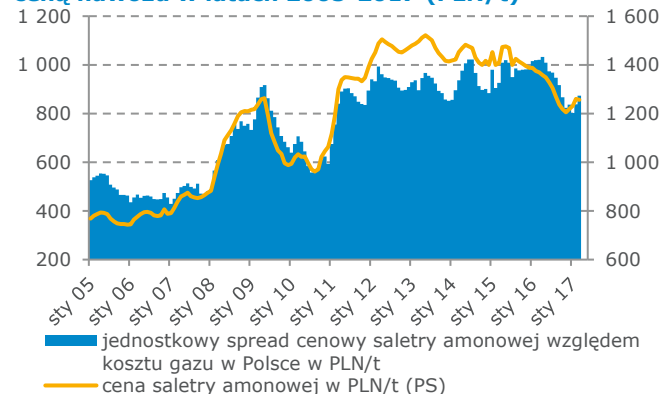
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny saletry amonowej w regionie Morza Czarnego, Polsce oraz Francji w latach 2005-2017 (PLN/t)



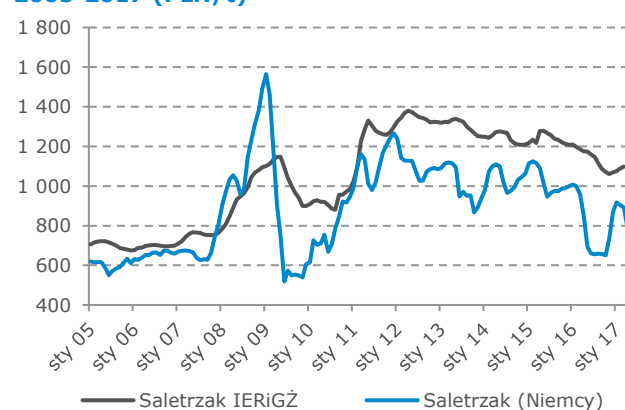
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny saletry amonowej w Polsce oraz spread pomiędzy ceną nabycia gazu dla Grupy Azoty oraz ceną nawozu w latach 2005-2017 (PLN/t)



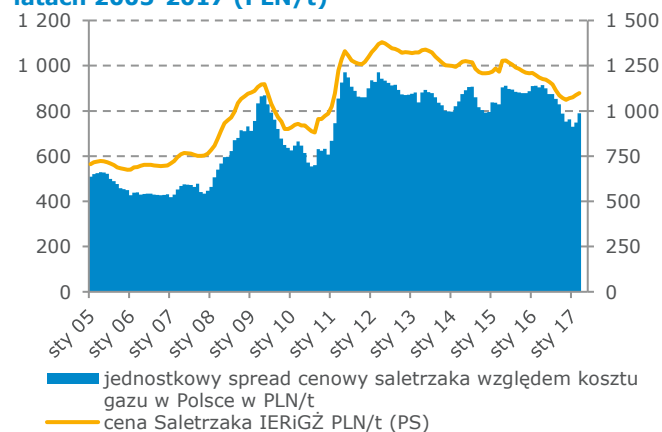
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny saletrzaku w Polsce oraz w Niemczech w latach 2005-2017 (PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

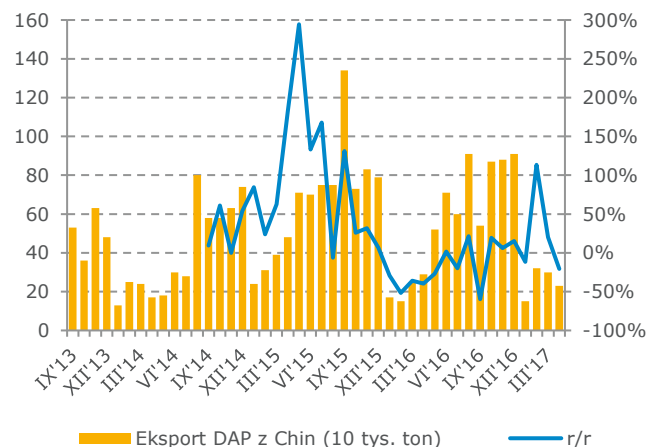
Ceny saletrzaku w Polsce oraz spread pomiędzy ceną nabycia gazu dla Grupy Azoty oraz ceną nawozu w latach 2005-2017 (PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

W przypadku nawozów wieloskładnikowych **eksport DAP z Chin w IV'16 spadł o 21% r/r**. Od początku roku jednak eksport DAP z Chin nadal utrzymuje się na wyższych r/r poziomach (+16% r/r). Głównie wynika to z bardzo dobrych wolumenów eksportowych w lutym (+113% r/r) oraz marcu (+20% r/r).

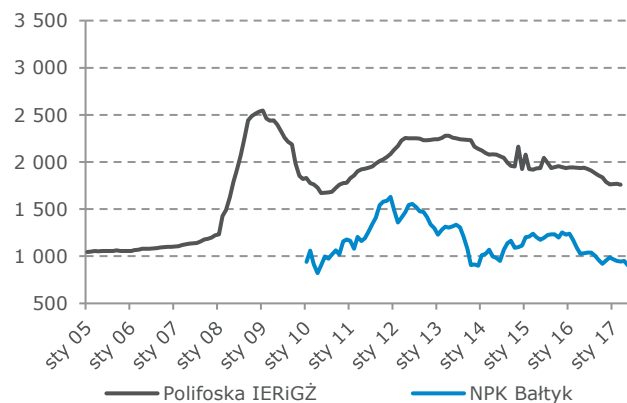
Wolumeny eksportu fosforanu amonu z Chin (10 tys. ton) w latach 2013-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, China Customs Statistics

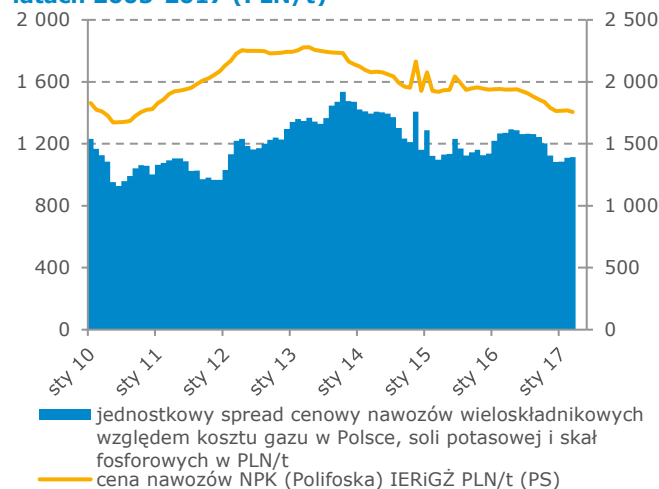
Ceny nawozów wieloskładnikowych od początku 2017 roku **zachowywały się znacznie słabiej niż** w przypadku nawozów **saletrzanych**. Spadki cen miały miejsce zarówno w przypadku NPK, jak i DAP. **Marże** na ich produkcji w kraju **były pod presją**, ale wraz z niższymi cenami gazu w kwietniu i maju można było zaobserwować nieznaczne ich odbicie.

Ceny nawozu Polifoska w Polsce oraz nawozów wieloskładnikowych w regionie Bałtyku w latach 2005-2017 (PLN/t)



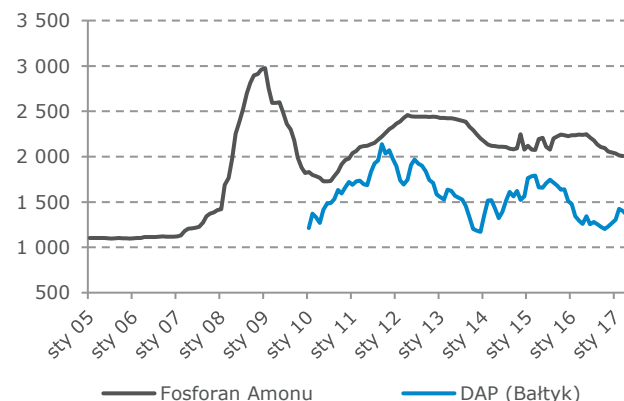
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny nawozu Polifoska w Polsce oraz spread pomiędzy ceną nabycia gazu dla Grupy Azoty, fosforatów, soli potasowej oraz ceną nawozu w latach 2005-2017 (PLN/t)



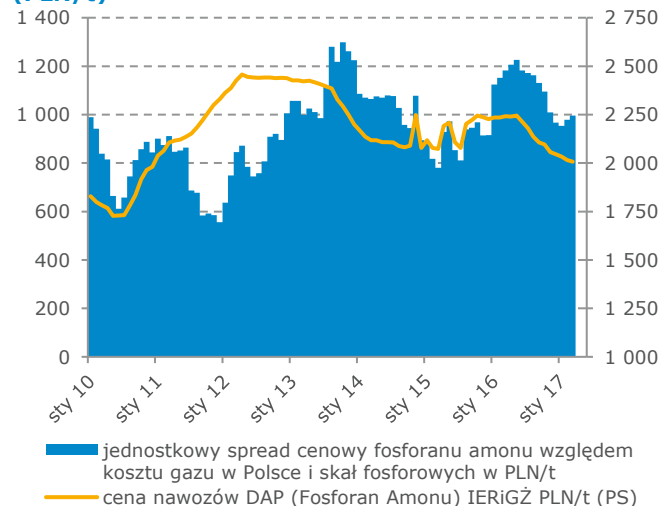
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny fosforanu amonu (DAP) w Polsce oraz w regionie Bałtyku w latach 2005-2016 (PLN/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Ceny fosforanu amonu (DAP) w Polsce oraz spread pomiędzy ceną nabycia gazu dla Grupy Azoty, fosforatów oraz ceną nawozu w latach 2010-2016 (PLN/t)

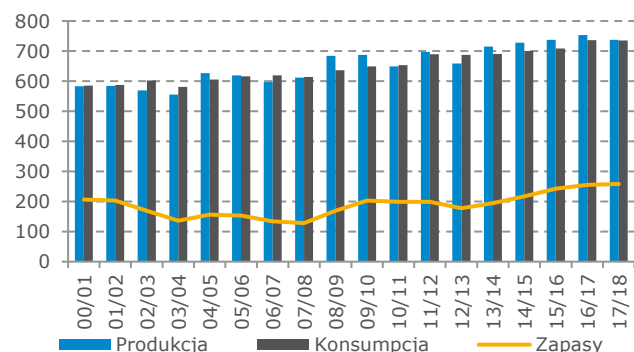


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Rynek zbóż

Rynek zbóż po **bardzo dobrym sezonie 2016/2017** znajdował się w **nadpodaży** zarówno w przypadku pszenicy jak i kukurydzy. USDA oczekuje, że w **sezonie 2017/2018 światowa produkcja pszenicy spadnie o 2% r/r, a kukurydzy 3% r/r**. Niższe zbiory wynikają z oczekiwanej niższej produktywności z hektara, która w ubiegłym sezonie utrzymywała się na wysokim historycznie poziomie.

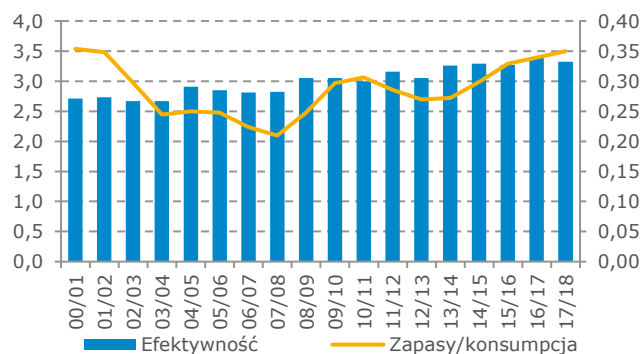
Światowa produkcja, konsumpcja i zapasy pszenicy (mln ton) w sezonach 2000-2018



Źródło: USDA, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

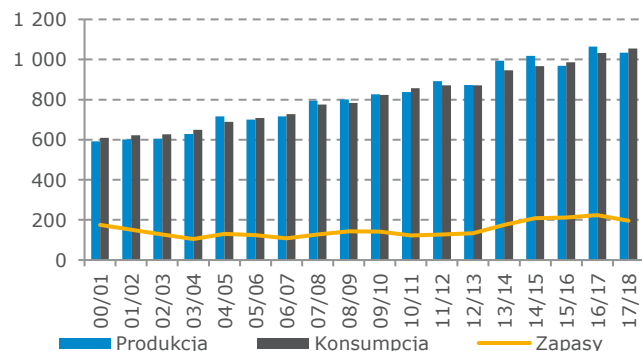
USDA oczekuje, że w sezonie 2017/2018 współczynnik zapasów do konsumpcji dla pszenicy utrzymywać się będzie na wysokim poziomie (praktycznie najwyższym od 2000 i 2001 roku). Nieznaczny spadek wskaźnika oczekiwany jest dla kukurydzy.

Światowa efektywność produkcji pszenicy (LP; t/ha) oraz relacja zapasów do konsumpcji (PP) w sezonach 2000-2018



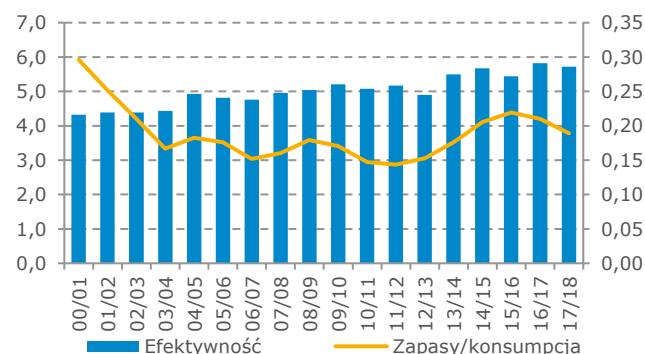
Źródło: USDA, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Światowa produkcja, konsumpcja i zapasy kukurydzy (mln ton) w sezonach 2000-2018



Źródło: USDA, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Światowa efektywność produkcji kukurydzy (LP; t/ha) oraz relacja zapasów do konsumpcji (PP) w sezonach 2000-2018



Źródło: USDA, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

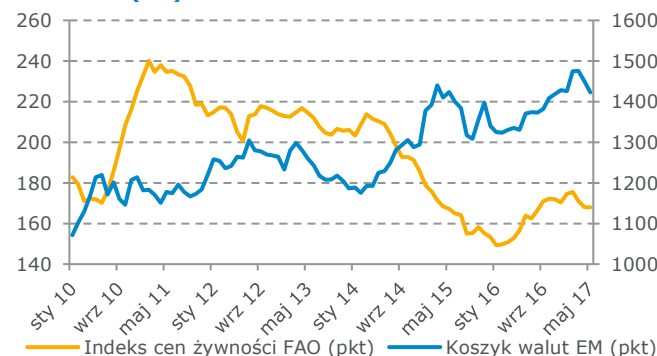
Obecnie w 2Q'17 pojawia się coraz więcej sygnałów, świadczących, że kolejny sezon 2017/2018 może nie być aż tak obfity w produkcję, jak miało to miejsce w dwóch ostatnich latach.

Na początku czerwca **Ministerstwo Rolnictwa Rosji obniżyło prognozę zbiorów zbóż z 110 mln ton do 100-105 mln ton** (Rosja, to czołowy producent i eksporter pszenicy – druga pozycja w sezonie 2017/2018), natomiast obecnie sygnały z ministerstwa wskazują, że zbiory mogą spaść nawet **poniżej 100 mln ton**. Dodatkowo, według USDA **w USA na początku czerwca tylko 55% pszenicy było dobrej lub bardzo dobrej jakości** – co oznacza najgorszy wynik od 2002 roku. W tym samym czasie rok wcześniej proporcja ta sięgała 79%. **W ostatnich dniach proporcja dobrej i bardzo dobrej jakości pszenicy są odczuwalne również w Kanadzie**, gdzie część z regionów utrzymują się nadzwyczaj suche warunki pogodowe, w innych zaś farmerzy walczą ze zbyt dużą wilgotnością gleby.

W przypadku **kukurydzy w USA odsetek upraw o dobrej lub bardzo dobrej jakości wynosi 68%**, ale pojawiają się obawy, że fala gorąca może się przesunąć z regionów, gdzie uprawia się pszenicę na te specjalizujące się w kukurydzy.

Ceny zbóż i żywności w dwóch ostatnich latach znajdowały się pod presją osłabiających się walut krajów, które są głównymi eksporterami pszenicy i kukurydzy. Głównie dotyczyło to Argentyny, Brazylii, Kazachstanu, Rosji, Ukrainy i Turcji. Jeśli koszyk walut krajów wschodzących miałby się umacniać, to bardzo prawdopodobne jest, że eksporterzy zbóż będą wywierać presję na ceny, gdyż umacniająca się lokalna waluta pomniejsza rentowność ich produkcji.

Indeks cen żywności (LP) na tle notowań koszyka walut EM (PP)



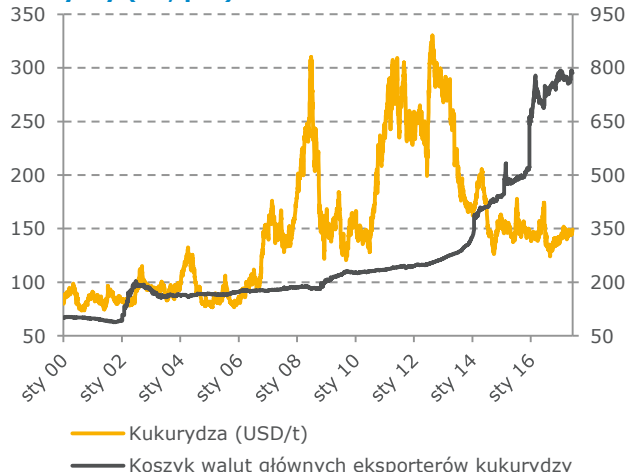
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Notowania cen pszenicy (LP; USD/t) na tle ważonego koszyka walut głównych eksporterów pszenicy (PP; pkt) w latach 2000-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

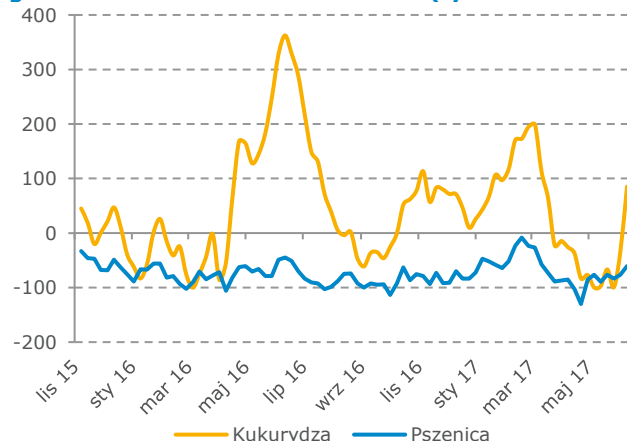
Notowania cen kukurydzy (LP; USD/t) na tle ważonego koszyka walut głównych eksporterów kukurydzy (PP; pkt) w latach 2000-2017



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

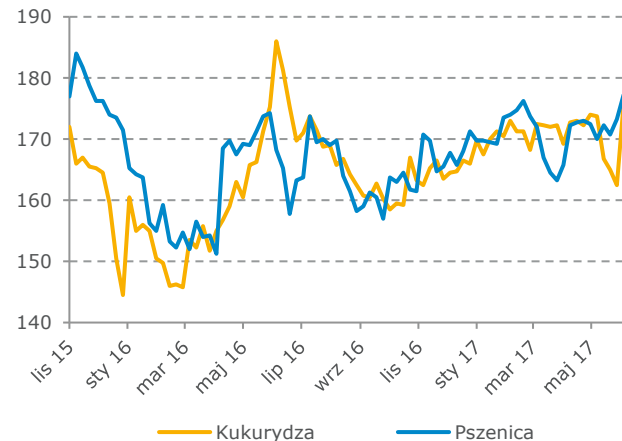
Informacje odnośnie gorszej jakości zbóż w USA oraz rewizja produkcji w Rosji zachęciła w czerwcu 2017 roku inwestorów do **zamykania pozycji krótkich** na zbożach, co z kolei przełożyło się na wzrosty cen na rynku.

Bilans otwartych pozycji na pszenicy i kukurydzy na giełdzie CBOT w latach 2015-2017 (tys. kontraktów)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

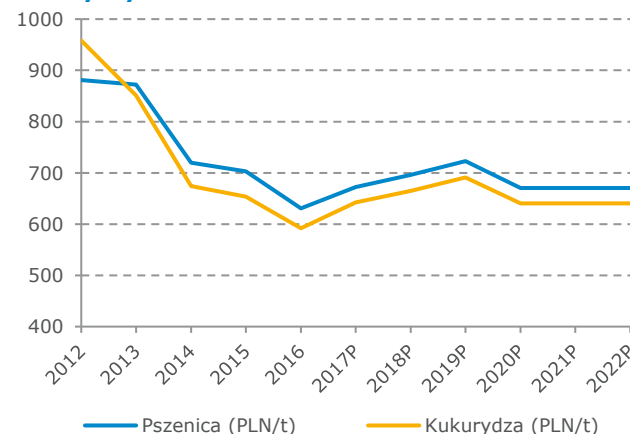
Ceny pszenicy i kukurydzy w latach 2015-2017 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

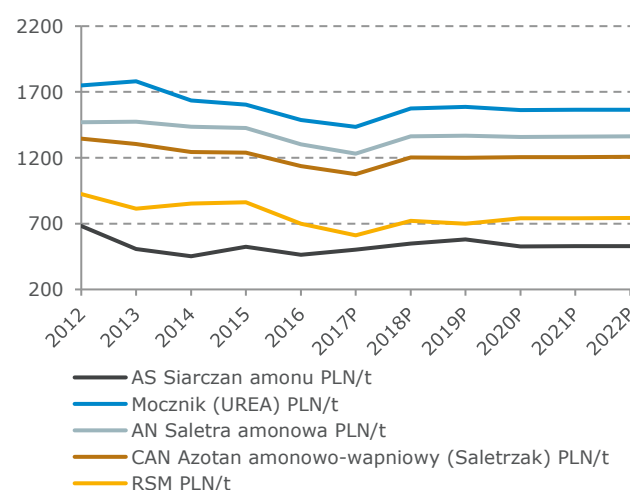
W naszych prognozach zakładamy **nieznaczne wzrosty cen pszenicy i kukurydzy** na rynku krajowym w latach 2017 i 2018. **Długoterminowo zakładamy, że cena pszenicy** utrzymywać się będzie w okolicach **640 PLN/t** oraz **kukurydzy 670 PLN/t**.

Prognozowane i historyczne cen pszenicy i kukurydzy w latach 2012-2022P



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

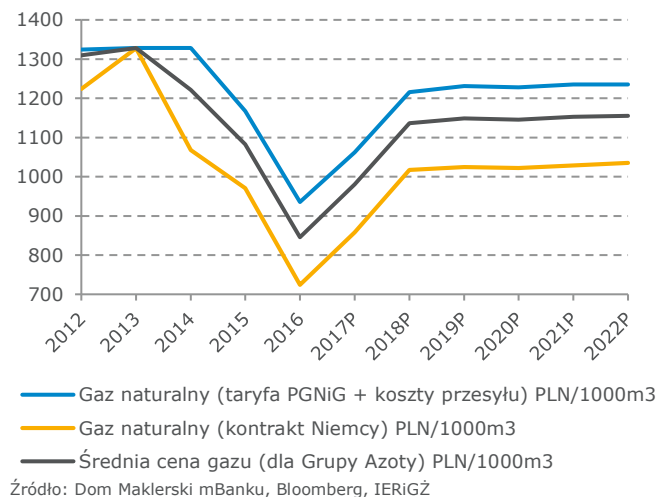
Prognozowane i historyczne relacje cen pszenicy i kukurydzy do cen nawozów w latach 2012-2022P



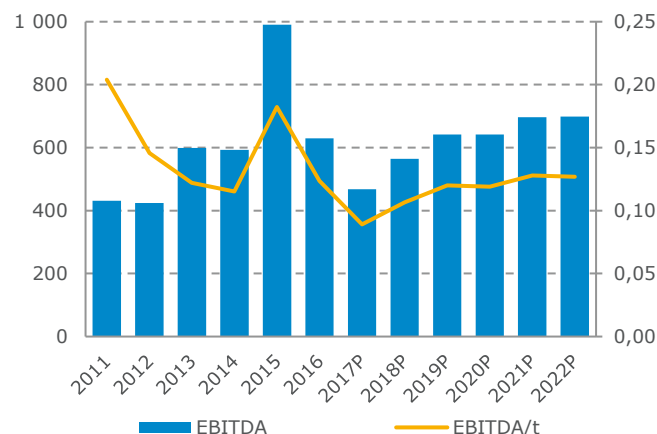
Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg, IERiGŻ

Wzrost cen zbóż w naszych prognozach następuje w otoczeniu **rosnących cen gazu ziemnego**, co przekłada się na nieznaczny wzrost EBITDA segmentu nawozów w kolejnych latach. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBITDA segmentu nawozowego zmierzać będzie do poziomów około **600-700 mln PLN rocznie**. Częściowo wzrost wyniku i realizowanych marży wynikać będzie z uruchomienia instalacji granulacji nawozów saletrzanych, co pozwala na sprzedaż mniej wartościowych produktów (np. siarczan amonu) po wyższych cenach.

Prognozowane i historyczne ceny gazu ziemnego na rynku polskim i w Niemczech oraz cena zakupu gazu przez Grupę Azoty w latach 2012-2022P



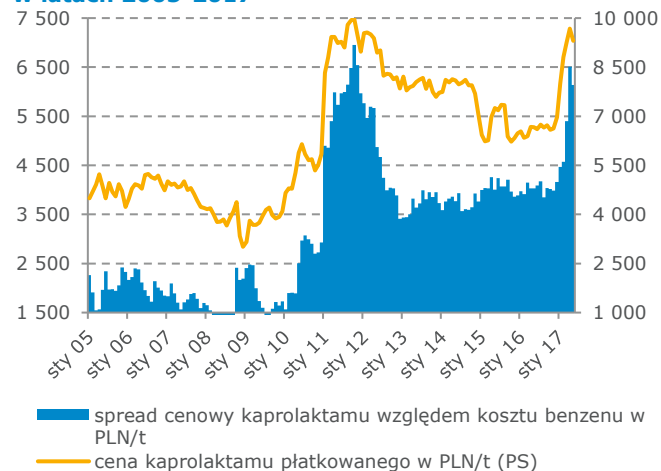
Prognozowane i historyczne wartości oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA (LS; mln PLN) oraz wartość EBITDA na tonę (PS; tys. PLN/t) sprzedawanego produktu w segmencie nawozów w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



Tworzywa i chemia

Wysoka wartość spreadu pomiędzy kaprolaktamem a benzenem w 2017 roku to efekt przede wszystkim **nieoczekiwanych przestoju** w fabrykach Fibrant w Geleen (250 tys. ton rocznie; przerwa w dniach 30 marca-18 kwietnia) oraz KuibyshevAzot w **Togliatti** (180 tys. ton rocznie; przerwa od 12 marca). Dodatkowo w rutynowy przestój w 1Q'17 weszła fabryka Domo w **Leuna** (140 tys. ton rocznie). W 1Q'17 na wysokim poziomie znajdował się z kolei popyt ze strony branży Automotive, która odbudowywała zapasy po dobrej sprzedaży w 4Q'16 w Chinach i 1Q'17 w Europie.

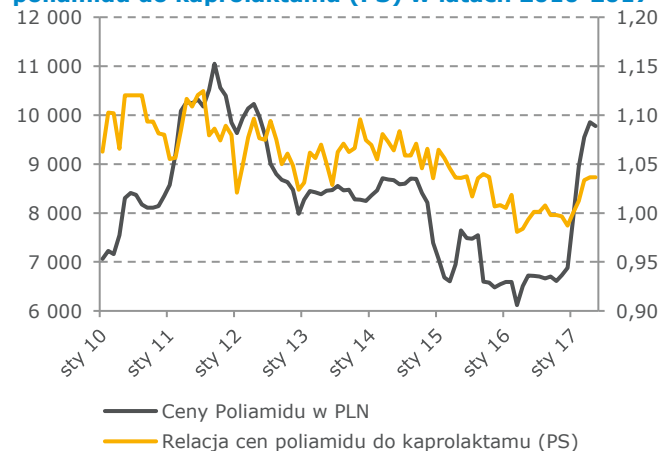
Spread pomiędzy ceną kaprolaktamu a benzenem (LS) oraz ceny kaprolaktamu płatkowanego (PS) w latach 2005-2017



Na dużej różnicy pomiędzy kaprolaktamem a benzenem korzysta dodatkowo Grupa Azoty, gdyż produkcja zlokalizowana w Tarnowie **dywersyfikuje wsad o fenol**.

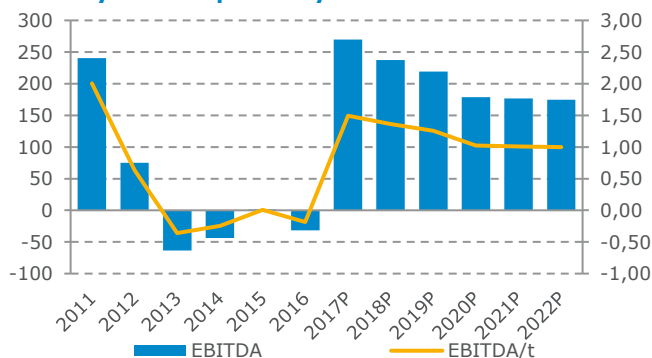
Wyższy popyt na poliamid przełożył się na odbicie relacji poliamid-kaprolaktam, co dodatkowo wpłynęło na wzrost marży na produkcji poliamidu.

Cena poliamidu (LS; PLN/t) oraz relacja cen poliamidu do kaprolaktamu (PS) w latach 2010-2017



W naszych prognozach zakładamy, że w **wyniki segmentu tworzyw sztucznych w 2017 roku wyraźnie wzrosną** w efekcie wysokich marży na produkcji kaprolaktamu i poliamidu. W 2018 roku zakładamy spadek marżowości, jako że prawdopodobnie tak duże jak w 1H'17 nagromadzenie się przestojów instalacji w Europie nie będzie mieć już miejsca.

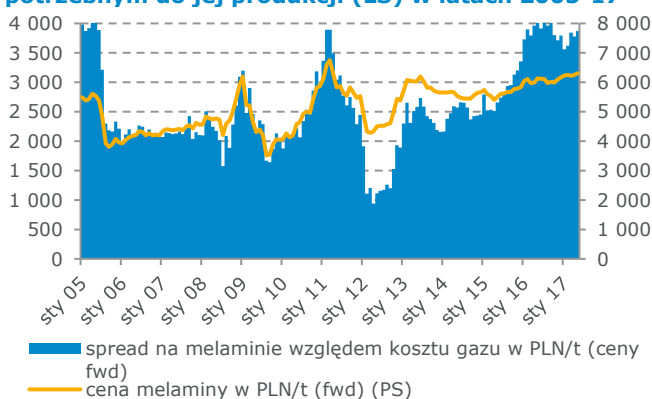
Prognozowane i historyczne wartości oczyszczonej o zdarzenia jednoraz. EBITDA (LS; mln PLN) oraz wartość EBITDA na tonę (PS; tys. PLN/t) sprzedawanego produktu w segmencie tworzyw sztucznych w Grupie Azoty w latach 2011-2022P



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Ceny **melaminy** ze względu na **wysoki popyt branży meblarskiej** były bardzo odporne na spadki cen gazu w 2016 roku (co przełożyło się na wzrost marży na produkcji). Dodatkowo w 2017 roku, gdy ceny gazu odbiły można zaobserwować, że producenci nie mają większych problemów z podnoszeniem jej cen. **Marże na produkcji melaminy utrzymują się na historycznie wysokich poziomach.** Ryzykiem dla popytu mogłoby być gwałtowne umocnienie PLN do EUR, co z kolei przekładałoby się na presję na eksport do Europy Zachodniej mebli produkowanych w Polsce. Jak na razie jednak nie ma podstaw, aby ceny melaminy miały ulec korekcie w nadchodzącym czasie.

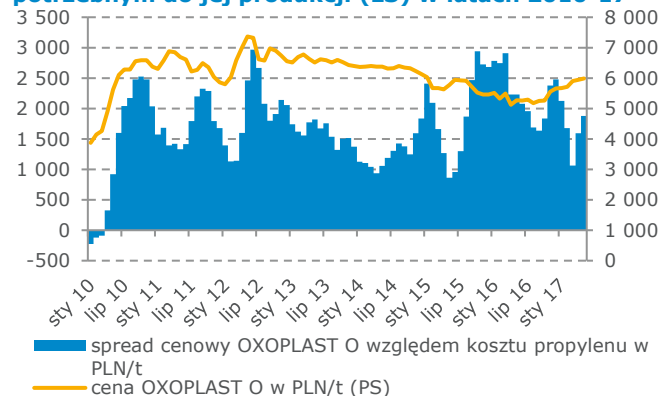
Spread między ceną melaminy a gazem ziemnym potrzebnym do jej produkcji (LS) w latach 2005-17



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

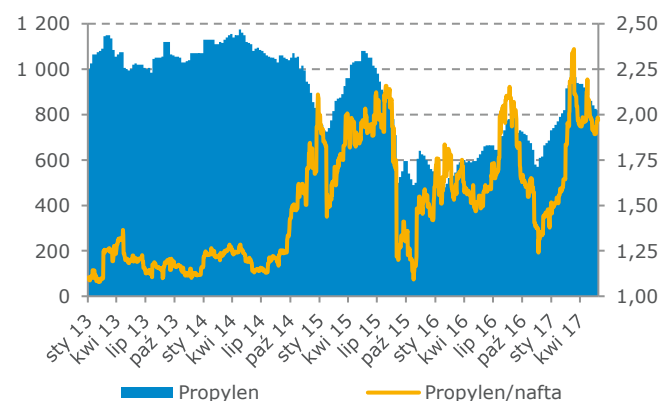
Na **niskim poziomie** nadal utrzymują się **marże** na produkcji **plastyfikatorów oraz alkoholi OXO**. Wynika to głównie z dynamicznych wzrostów cen propylenu w ostatnich miesiącach, co nie jest odzwierciedlone w cenach plastyfikatorów i alkoholi OXO. Ceny propylenu w odniesieniu do cen ropy od początku roku znajdują się na rekordowych historycznie poziomach. Wysoka relacja z kolei prawdopodobnie zachęcać będzie Zarząd Grupy Azoty do realizacji projektu PDH – produkcji propylenu z propanu.

Spread między ceną plastyfikatorów a propylenem potrzebnym do jej produkcji (LS) w latach 2010-17



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

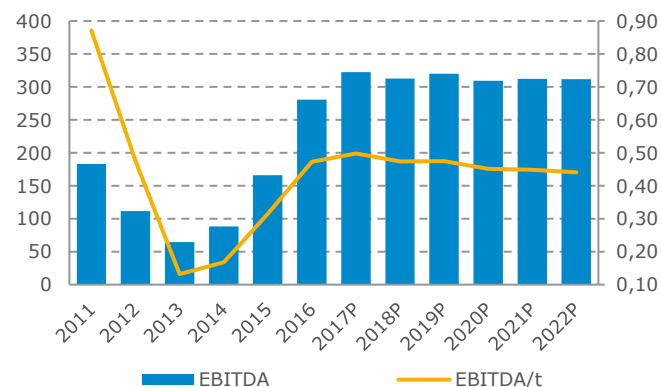
Ceny propylenu w Europie (LP; USD/t) oraz relacja propylen/nafta (PP) w latach 2013-17



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Podobnie jak w przypadku tworzyw sztucznych oczekujemy, że **EBITDA segmentu produktów chemicznych wyraźnie wzrośnie w 2017 i 2018 roku.** Wynika to głównie z **wysokich utrzymujących się marży na melaminie** oraz rosnących wolumenów sprzedaży na tym produkcie (w samym 1Q'17 +16% r/r). W dłuższym terminie oczekujemy stabilizację marży w segmencie.

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

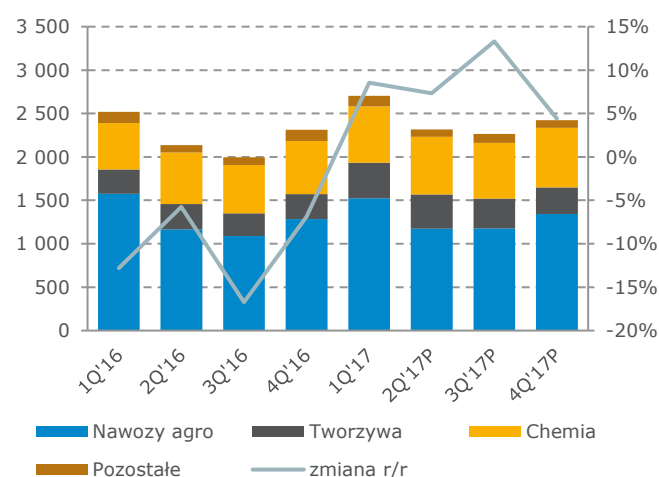


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Outlook na wyniki kolejnych kwartałów

Według naszych szacunków **wzrosty cen** produktów w segmencie **tworzyw sztucznych** oraz **produktów chemicznych pozwolą**, podobnie jak w 1Q'17 **na wzrost obrotów Grupy Azoty w kolejnych kwartałach 2017 roku**. Według naszych prognoz obroty w segmencie nawozów sztucznych nadal będą zbliżone r/r w 2Q'17, oraz osiągną jednocyfrową pozytywną dynamikę wyników w 3Q'17 oraz 4Q'17 (odpowiednio +8% r/r oraz 4% r/r).

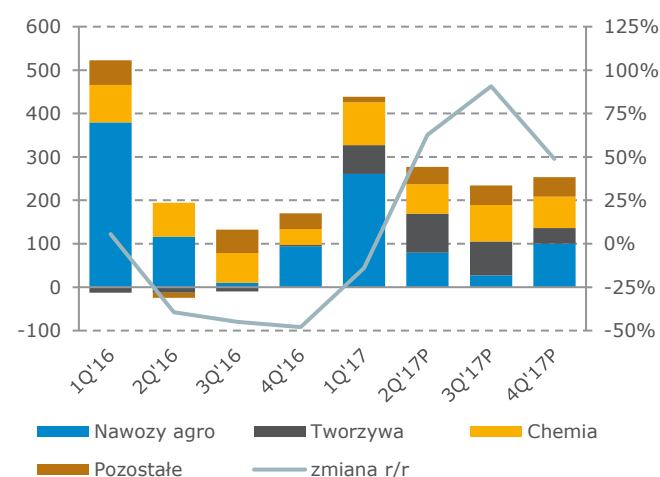
Kwartałne przychody ze sprzedaży Grupy Azoty w latach 2016-2017P (mln PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W 2Q'17 Grupa Azoty wchodzi w okres, kiedy **baza porównawcza** znajduje się **na niskim poziomie** (od 2Q'16 presja na ceny nawozów przy rosnących cenach gazu ziemnego oraz presja na rentowność w segmencie tworzyw sztucznych). Naszym zdaniem wyraźnie lepsze perspektywy wyników w segmencie tworzyw sztucznych oraz wyraźnie lepsza koniunktura w segmencie nawozów (od XII'16 ceny nawozów w kraju rosną) pozwoli na wyraźną **poprawę wyników finansowych na poziomie EBITDA**. Wstępnie oczekujemy, że w 2Q'17 wynik EBITDA może wzrosnąć o 63% r/r, w 3Q'17 91% r/r, a w 4Q'17 o 49% r/r.

Kwartałna EBITDA Grupy Azoty w latach 2015-2017P (mln PLN)



Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wycena

Wartość Grupa Azoty szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 66,4 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 73,5 PLN/akcja.

Wycena porównawcza

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

Analiza porównawcza

	Kraj	2017P	P/E		EV/EBITDA		
			2018P	2018P	2017P	2018P	2018P
ACRON	Rosja	6,6	6,8	7,0	6,1	6,0	5,2
AGRIUM INC	Kanada	18,2	15,5	13,9	9,6	8,5	7,9
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	USA	-	49,3	29,5	12,1	9,5	8,7
ISRAEL CHEMICALS LTD	Izrael	13,8	11,5	10,3	8,3	7,4	6,9
K+S AG-REG	Niemcy	22,0	13,7	10,9	10,0	7,8	6,7
MOSAIC CO/THE	USA	24,6	17,1	14,1	10,2	8,1	7,5
PHOSAGRO OAO-GDR REG S	Rosja	7,9	8,3	7,9	6,2	5,6	4,8
POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	Kanada	26,1	23,4	18,9	12,2	10,7	9,2
YARA INTERNATIONAL ASA	Norwegia	15,4	12,3	10,4	7,9	6,6	5,8
Maksimum		26,1	49,3	29,5	12,2	10,7	9,2
Minimum		6,6	6,8	7,0	6,1	5,6	4,8
Mediana		16,8	13,7	10,9	9,6	7,8	6,9
Grupa Azoty		13,5	14,6	14,3	6,7	6,6	6,2
premia (dyskonto)		-19,4%	6,3%	32,0%	-30,1%	-15,6%	-9,9%

Implikowana wycena

Mediana	16,8	13,7	10,9	9,6	7,8	6,9
Dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%

Wartość firmy na akcję (PLN)

73,5

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.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	73,5
Wycena DCF	50%	66,4
cena wynikowa		69,9
cena docelowa za 9 m-cy		74,3

K+S AG wytwarza i sprzedaje nawozy standardowe oraz specjalistyczne dla sektora rolniczego i przemysłowego na całym świecie. Spółka produkuje m.in. sól drogową, żywność, 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 Trinidadzie.

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	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AS Siarczan amonu USD/t	139	139	117	128	143	145	143	143	143
AS Siarczan amonu PLN/t	452	525	463	501	548	579	527	528	528
Mocznik (UREA) EUR/t	391	384	341	340	377	384	376	377	377
Mocznik (UREA) PLN/t	1636	1604	1486	1435	1574	1586	1562	1564	1565
AN Saletra amonowa EUR/t	343	341	298	292	327	331	328	328	328
AN Saletra amonowa PLN/t	1437	1426	1301	1232	1363	1367	1359	1361	1362
CAN (Saletrzak) EUR/t	297	296	261	255	288	290	290	290	291
CAN (Saletrzak) PLN/t	1243	1239	1137	1076	1202	1199	1204	1205	1206
NPK (Polifoska) EUR/t	489	470	434	411	452	462	448	449	449
NPK (Polifoska) PLN/t	2046	1963	1892	1734	1883	1908	1861	1863	1864
DAP (NP - fosforan amonu) EUR/t	507	518	498	476	524	536	520	520	521
DAP (NP - fosforan amonu) PLN/t	2121	2167	2172	2011	2184	2212	2158	2160	2162
RSM EUR/t	204	206	160	145	173	169	178	179	179
RSM PLN/t	853	862	699	611	721	700	741	741	742
Pszenica (rynek polski) (USD/t)	221	179	160	172	181	181	181	181	181
Pszenica (PLN/t)	720	703	631	673	696	723	671	671	671
Kukurydza (rynek polski) (USD/t)	207	160	151	165	173	173	173	173	173
Kukurydza (PLN/t)	674	654	592	643	665	691	641	641	641
Mocznik/pszenica	2,3	2,3	2,4	2,1	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3
Mocznik/kukurydza	2,4	2,5	2,5	2,2	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4
Saletra/pszenica	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0
Saletra/kukurydza	2,1	2,2	2,2	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Saletrzak/pszenica	1,7	1,8	1,8	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
Saletrzak/kukurydza	1,8	1,9	1,9	1,7	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9
RSM/pszenica	1,2	1,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
RSM/kukurydza	1,3	1,3	1,2	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
Polifoska/pszenica	2,8	2,8	3,0	2,6	2,7	2,6	2,8	2,8	2,8
Polifoska/kukurydza	3,0	3,0	3,2	2,7	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9
Gaz naturalny (taryfa PGNiG + koszty przesyłu) PLN/1000m ³	1328	1167	935	1062	1216	1231	1228	1235	1235
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) USD/1000m ³	327	258	184	220	265	257	276	278	280
Gaz naturalny (kontrakt Niemcy) PLN/1000m ³	1067	971	724	858	1017	1024	1022	1029	1035
Średnia cena gazu (dla Grupy Azoty) PLN/1000m ³	1221	1082	846	981	1137	1148	1145	1152	1155
Udział zakupywanego gazu spoza PGNiG	41%	43%	43%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Siarka USD/t	160	165	129	97	98	98	99	99	100
Siarka PLN/t	523	621	507	381	376	393	366	368	370
Sól potasowa USD/t	292	302	235	224	225	227	228	229	230
Sól potasowa PLN/t	951	1138	928	876	866	904	842	847	851
Fosforyty USD/t	123	129	100	95	96	96	97	97	98
Fosforyty PLN/t	401	486	395	372	368	384	358	360	362
EUR/PLN	4,18	4,18	4,36	4,22	4,17	4,13	4,15	4,15	4,15
USD/PLN	3,26	3,77	3,94	3,91	3,84	3,99	3,70	3,70	3,70

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment tworzyw sztucznych	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM (Politriksan) EUR/t	2250	2150	1939	1951	1980	2010	2040	2071	2102
POM (Politriksan) PLN/t	9414	8985	8458	8235	8257	8300	8466	8593	8722
Poliamid 6 EUR/t	2021	1669	1518	1976	1898	1986	1847	1849	1851
Poliamid 6 PLN/t	8456	6975	6622	8341	7914	8204	7665	7674	7682
Kaprolaktam EUR/t	1900	1613	1523	1935	1879	1967	1829	1831	1833
Kaprolaktam PLN/t	7950	6740	6642	8169	7836	8122	7589	7598	7606
Benzen EUR/t	995	635	594	745	739	822	763	763	763
Benzen PLN/t	4164	2653	2593	3145	3084	3396	3165	3165	3165
Cykloheksan USD/t	1557	877	808	955	949	998	1002	1005	1008
Cykloheksan PLN/t	5080	3306	3185	3732	3644	3983	3706	3718	3730
Fenol EUR/t	1576	1212	1027	984	1002	1139	1075	1094	1113
Fenol PLN/t	6596	5065	4480	4156	4178	4703	4462	4541	4621
Ropa naftowa Brent (USD/Bbl)	101	52	45	53	70	75	75	75	75
Nafta (USD/t)	774	467	382	494	556	625	577	577	577
Kaprolaktam / cykloheksan	1,6	2,0	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Kaprolaktam / fenol	1,2	1,3	1,5	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
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	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
Benzen / nafta	1,6	1,5	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Cykloheksan / benzen	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Cykloheksan / fenol	0,8	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Fenol / propylen	1,5	1,5	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Fenol / benzen	1,6	1,9	1,7	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie cen produktów i surowców

Segment produktów chemicznych	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Melamina EUR/t	1331	1350	1385	1460	1458	1401	1480	1488	1488
Melamina PLN/t	5570	5641	6044	6165	6080	5786	6140	6175	6175
Oxoplast (plastyfikatory) EUR/t	1512	1377	1269	1186	1076	1197	1110	1110	1110
Oxoplast (plastyfikatory) PLN/t	6326	6177	5537	5008	4488	4943	4606	4606	4606
Biel tytanowa EUR/t	2353	2158	2047	2228	2061	2174	2016	2026	2036
Biel tytanowa PLN/t	9843	9018	8929	9403	8596	8977	8366	8408	8450
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) EUR/t	1390	1105	879	935	884	983	912	912	912
Alkohol OXO (2-Etyloheksanol) PLN/t	5814	4620	3834	3948	3686	4060	3784	3784	3784
Alkohol OXO (n-butanol) EUR/t	1122	916	728	991	937	1042	966	966	966
Alkohol OXO (n-butanol) PLN/t	4694	3829	3042	4184	3907	4303	4010	4010	4010
Alkohol OXO (i-butanol) EUR/t	1023	868	690	694	656	730	677	677	677
Alkohol OXO (i-butanol) PLN/t	4281	3629	2681	2931	2737	3014	2809	2809	2809
Propylen EUR/t	1080	815	635	794	769	855	793	793	793
Propylen PLN/t	4517	3406	2770	3353	3205	3531	3290	3290	3290
Metanol EUR/t	383	339	234	236	239	243	247	250	254
Metanol PLN/t	1604	1418	1023	995	998	1003	1023	1039	1054
Ilmenit (żelaziak tytanowy) USD/t	113	87	120	285	286	287	289	290	292
Ilmenit (żelaziak tytanowy) PLN/t	368	329	474	1201	1098	1147	1069	1074	1080
Propylen / nafta	1,8	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5
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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Alkohole OXO / propylen	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
POM / metanol	5,9	6,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Plastyfikatory / propylen	1,4	1,8	2,0	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Melamina /gaz	4,2	4,8	6,5	5,8	5,0	4,7	5,0	5,0	5,0

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM	9,5	9,4	9,1	9,2	9,4	9,6	9,8	10,0	10,2
PA6	94,8	105,5	101,3	104,6	114,6	122,9	125,6	127,1	128,3
Kaprolaktam	74,7	66,4	63,8	66,4	50,4	41,9	39,2	37,7	36,4
Nawozy azotowe, w tym:	4 298,5	4 354,2	4 120,2	4 280,0	4 320,3	4 361,5	4 404,7	4 448,9	4 494,0
mocznik i AdBlue	1 249,9	1 276,0	1 215,4	1 254,2	1 265,4	1 276,7	1 288,2	1 299,9	1 311,7
saletra amonowa	1 094,1	1 102,4	1 061,2	1 068,1	1 083,9	1 100,0	1 116,4	1 133,1	1 150,2
saletrzak	639,7	647,5	582,1	575,2	576,8	578,4	580,1	581,7	583,4
RSM	568,7	613,5	639,7	683,1	696,8	710,7	725,0	739,5	754,2
granulaty (nowe instalacje)	0,0	0,0	0,0	0,0	165,1	247,3	329,6	411,9	411,8
Nawozy wieloskładnikowe	1 089,9	1 338,5	1 268,9	1 302,1	1 315,2	1 328,3	1 341,6	1 355,0	1 368,6
Melamina	78,7	83,0	87,2	93,2	94,6	96,0	97,5	98,9	100,4
Alkohole OXO	152,2	118,3	132,8	143,0	143,8	144,5	145,2	145,9	146,7
Plastyfikatory	24,0	33,2	40,5	43,7	48,0	51,9	53,4	55,0	56,7
Biel tytanowa	34,8	33,6	37,1	39,3	39,9	40,5	41,1	41,7	42,4

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży

Dynamika wolumenów sprzedaży r/r	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
POM	13,8%	-0,5%	-3,4%	0,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
PA6	5,1%	11,3%	-4,0%	3,2%	9,6%	7,2%	2,1%	1,2%	1,0%
Kaprolaktam	-4,1%	-11,2%	-3,9%	4,1%	-24,1%	-16,8%	-6,5%	-4,0%	-3,4%
Nawozy azotowe, w tym:	4,4%	1,3%	-5,4%	3,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
mocznik i AdBlue	15,5%	2,1%	-4,7%	3,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
saletra amonowa	1,7%	0,8%	-3,7%	0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
azotan amonowo-wapniowy (saletrzak)	10,8%	1,2%	-10,1%	-1,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
RSM	-15,3%	7,9%	4,3%	6,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nawozy wieloskładnikowe	10,2%	22,8%	-5,2%	2,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Melamina	-2,0%	5,5%	5,0%	6,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Alkohole OXO	5,8%	-22,3%	12,2%	7,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Plastyfikatory	-14,5%	38,2%	21,7%	7,9%	10,0%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Biel tytanowa	-4,9%	-3,6%	10,3%	6,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nawozy agro	594,4	998,1	599,8	468,3	564,6	641,6	642,0	697,0	698,2
Tworzywa	-33,5	-10,4	-32,5	270,1	237,3	219,3	178,5	176,5	174,5
Chemia	45,6	134,7	270,8	322,6	315,2	322,5	311,7	314,6	314,2
Energetyka	80,0	77,9	95,5	78,9	76,3	82,6	78,4	160,8	166,4
Pozostałe	77,9	114,5	39,7	63,8	62,9	78,3	84,7	80,5	71,5
Razem	764,4	1 314,8	973,3	1 203,6	1 256,3	1 344,4	1 295,3	1 429,3	1 424,9

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wyników poszczególnych segmentów

EBITDA (tys. PLN/t)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nawozy agro	0,115	0,182	0,124	0,089	0,107	0,120	0,119	0,128	0,127
Tworzywa	-0,245	0,008	-0,183	1,496	1,360	1,257	1,023	1,010	0,998
Chemia	0,168	0,314	0,473	0,498	0,477	0,479	0,455	0,452	0,444

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Założenia wydatków inwestycyjnych

Inwestycje (mln PLN)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Elektrownia Puławy	3,8	225,0	450,0	441,1	0,0	0,0	0,0
Rozbudowa instalacji kwasu azotowego Puławy	0,5	115,8	173,8	173,8	173,8	57,4	0,0
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (1)	42,8	60,0	80,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji mechanicznej saletry (2)	0,0	64,2	64,2	64,2	0,0	0,0	0,0
Elektrociepłownia Kędzierzyn	87,5	87,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Węzeł oczyszczania spalin w Policach	40,9	50,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Modernizacja instalacji amoniaku w Policach	82,6	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wytwórnia poliamidów Tarnów	149,1	109,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja do granulacji nawozów mineralnych Tarnów	81,7	27,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instalacja produkcji propylenu (PDH)	76,9	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Tarnów	136,2	50,0	47,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Kędzierzyn	35,4	40,0	41,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Puławy	37,7	88,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Police	52,0	59,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne projekty Siarkopol	3,4	15,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje odtworzeniowe	405,6	331,9	259,8	354,6	461,9	535,5	576,8
Przejęcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suma	1 236,4	1 429,8	1 118,1	1 033,7	635,6	592,8	576,8

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 czerwca 2017 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	+
Przychody ze sprzedaży	9 693,7	10 173,3	10 490,1	10 431,0	10 608,4	10 759,5	10 896,8	11 029,3	11 164,9	11 312,9	11 460,6
zmiana	8,2%	4,9%	3,1%	-0,6%	1,7%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
EBITDA	1 203,7	1 256,3	1 344,4	1 295,3	1 429,3	1 424,9	1 416,3	1 410,2	1 412,0	1 426,4	1 438,7
marża EBITDA	12,4%	12,3%	12,8%	12,4%	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%	12,6%	12,6%	12,6%
Amortyzacja	519,6	591,1	659,8	690,9	678,6	646,8	617,8	602,6	594,0	591,3	591,3
EBIT	684,1	665,2	684,6	604,4	750,7	778,1	798,5	807,6	817,9	835,1	847,3
marża EBIT	7,1%	6,5%	6,5%	5,8%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%
Opodatkowane EBIT	115,8	117,4	120,6	105,8	134,4	140,5	145,1	147,5	150,0	153,8	156,7
NOPLAT	568,2	547,8	563,9	498,6	616,3	637,6	653,4	660,1	667,9	681,3	690,6
CAPEX	-1429,8	-1118,1	-1033,7	-635,6	-592,8	-576,8	-582,1	-586,9	-572,5	-594,0	-591,3
Kapitał obrotowy	-24,1	-15,7	-10,3	1,9	-5,8	-4,9	-4,5	-4,3	-4,4	-4,8	-4,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-366,1	5,2	179,7	555,9	696,3	702,6	684,5	671,5	685,1	673,8	685,8
WACC	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	0,96	0,89	0,83	0,76	0,70	0,65	0,59	0,54	0,50	0,46	0,42
PV FCF	-352,1	4,6	148,4	424,2	488,9	453,5	405,7	365,1	342,4	310,4	291,2

WACC	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
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	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	10,6%	12,6%	13,1%	11,6%	8,1%	5,3%	3,0%	0,9%	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)	10 550,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 860,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	2 591,1
Wartość firmy (EV)	7 451,7
Dług netto	273,3
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	595,4
Wartość firmy	6 583,0
Liczba akcji (mln)	99,2
Wartość firmy na akcję (PLN)	66,4
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	70,6

EV/EBITDA ('17) dla ceny docelowej	7,0
P/E ('17) dla ceny docelowej	14,1
Udział TV w EV	65,2%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	49,4	53,3	58,2	64,5	85,7
WACC +0,5 p.p.	53,6	58,1	63,9	71,6	98,6
WACC	58,3	63,6	70,6	80,0	115,2
WACC -0,5 p.p.	63,6	69,9	78,3	90,1	137,3
WACC -1,0 p.p.	69,6	77,1	87,5	102,4	168,2

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	9 898,5	10 007,9	8 955,7	9 693,7	10 173,3	10 490,1	10 431,0	10 608,4	10 759,5
zmiana	0,8%	1,1%	-10,5%	8,2%	4,9%	3,1%	-0,6%	1,7%	1,4%
Nawozy agro	5 580,4	6 057,9	5 115,7	5 216,8	5 701,5	5 801,7	5 801,1	5 874,8	5 936,5
Tworzywa	1 460,2	1 248,0	1 117,8	1 456,0	1 379,9	1 428,4	1 342,7	1 346,9	1 351,1
Chemia	2 505,6	2 302,2	2 295,3	2 637,4	2 700,7	2 842,4	2 815,5	2 866,0	2 912,7
Energetyka	194,6	209,2	239,7	226,6	231,1	254,2	305,1	350,8	385,9
Pozostałe	157,7	207,1	187,1	157,0	160,1	163,3	166,6	169,9	173,3
Koszty wytworzenia	8 231,6	7 742,0	6 997,9	7 608,6	8 116,0	8 407,9	8 423,1	8 434,3	8 537,7
Koszty sprzedaży	581,1	630,2	669,3	689,9	666,5	661,8	656,1	650,6	658,9
Koszty zarządu	740,0	736,5	729,6	708,7	719,4	730,3	741,5	752,8	764,5
Saldo pozostałej działalności oper.	-43,6	-74,7	-72,8	-15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	302,2	824,4	486,1	684,1	665,2	684,6	604,4	750,7	778,1
zmiana	-56,7%	172,8%	-41,0%	40,7%	-2,8%	2,9%	-11,7%	24,2%	3,6%
marża EBIT	3,1%	8,2%	5,4%	7,1%	6,5%	6,5%	5,8%	7,1%	7,2%
Wynik na działalności finansowej	-12,6	-9,3	-10,1	-40,5	-47,5	-49,6	-47,6	-43,4	-38,4
Pozostałe	13,9	13,7	15,2	18,3	19,1	20,5	19,7	21,8	21,7
Zysk brutto	303,5	828,9	491,1	643,6	617,7	635,0	556,7	707,3	739,7
Podatek dochodowy	37,7	150,6	116,0	115,8	117,4	120,6	105,8	134,4	140,5
Udziałowcy mniejszościowi	33,7	73,7	31,8	33,1	40,7	47,4	46,8	52,9	53,2
Zysk netto	231,4	604,6	343,3	494,7	459,6	467,0	404,2	520,0	545,9
zmiana	-63,8%	161,3%	-43,2%	44,1%	-7,1%	1,6%	-13,4%	28,7%	5,0%
marża	2,3%	6,0%	3,8%	5,1%	4,5%	4,5%	3,9%	4,9%	5,1%
Amortyzacja	520,2	479,3	510,6	519,6	591,1	659,8	690,9	678,6	646,8
EBITDA	822,4	1 303,7	996,7	1 203,7	1 256,3	1 344,4	1 295,3	1 429,3	1 424,9
zmiana	-34,0%	58,5%	-23,6%	20,8%	4,4%	7,0%	-3,6%	10,3%	-0,3%
marża EBITDA	8,3%	13,0%	11,1%	12,4%	12,3%	12,8%	12,4%	13,5%	13,2%
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	5,0	4,6	4,7	4,1	5,2	5,5
CEPS	7,6	10,9	8,6	10,2	10,6	11,4	11,0	12,1	12,0
ROAE	4,0%	9,6%	5,3%	7,1%	6,3%	6,1%	5,2%	6,6%	6,7%
ROAA	2,3%	5,8%	3,1%	4,3%	3,8%	3,7%	3,2%	4,0%	4,2%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	9 948,3	10 495,1	11 051,9	11 620,4	12 092,6	12 501,2	12 583,4	12 847,3	13 042,5
Majątek trwały	6 781,1	6 942,7	7 651,5	8 565,2	9 099,2	9 484,7	9 450,5	9 388,8	9 345,7
Wartość niematerialne i prawne	510,4	522,4	530,6	645,2	729,8	807,0	845,4	880,6	915,2
Rzeczowe aktywa trwałe	5 966,3	6 156,5	6 873,2	7 672,3	8 121,8	8 430,1	8 357,4	8 260,5	8 182,9
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	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Inwestycje długoterminowe	201,9	180,0	185,8	185,8	185,8	185,8	185,8	185,8	185,8
Długoterminowe RM	86,9	64,1	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5
Majątek obrotowy	3 167,2	3 552,4	3 400,4	3 055,2	2 993,4	3 016,5	3 132,9	3 458,5	3 696,8
Zapasy	1 347,8	958,8	858,0	928,7	974,7	1 005,0	999,4	1 016,4	1 030,9
Należności krótkoterminowe	1 161,4	1 096,3	1 073,4	1 161,9	1 219,3	1 257,3	1 250,2	1 271,5	1 289,6
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	223,5	223,5	223,5	223,5	223,5	223,5
Środki pieniężne	558,6	753,1	641,7	236,3	170,4	224,7	354,0	641,1	846,6
Krótkoterminowe RM	6,7	6,3	12,2	13,2	13,8	14,3	14,2	14,4	14,6
PASYWA	9 948,3	10 495,1	11 051,9	11 620,4	12 092,6	12 501,2	12 583,4	12 847,3	13 042,5
Kapitał własny	5 759,0	6 285,7	6 533,9	6 950,5	7 311,3	7 640,3	7 717,6	7 934,5	8 090,4
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	4 041,0	4 401,7	4 730,8	4 808,1	5 025,0	5 180,9
Udziały mniejszości	729,1	625,8	595,4	611,2	634,2	655,3	671,1	685,4	696,9
Zobowiązania długoterminowe	849,5	1 390,5	1 708,4	1 708,4	1 708,4	1 708,4	1 708,4	1 708,4	1 708,4
Dług	497,1	1 063,6	1 387,1	1 387,1	1 387,1	1 387,1	1 387,1	1 387,1	1 387,1
Zobowiązania krótkoterminowe	2 047,7	1 785,3	1 762,4	1 897,7	1 985,7	2 043,8	2 033,0	2 065,5	2 093,3
Zobowiązania handlowe	1 459,0	1 609,7	1 642,8	1 778,2	1 866,2	1 924,3	1 913,5	1 946,0	1 973,7
Dług	588,6	175,6	119,5	119,5	119,5	119,5	119,5	119,5	119,5
Rezerwy na zobowiązania	557,7	406,9	443,7	443,7	443,7	443,7	443,7	443,7	443,7
Pozostałe	5,3	1,0	8,2	8,9	9,3	9,6	9,6	9,7	9,9
Dług	1 085,8	1 239,1	1 506,7	1 506,7	1 506,7	1 506,7	1 506,7	1 506,7	1 506,7
Dług netto	434,5	-12,7	273,3	778,7	944,6	990,3	861,1	573,9	368,4
(Dług netto / Kapitał własny)	7,5%	-0,2%	4,2%	11,2%	12,9%	13,0%	11,2%	7,2%	4,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	0,0	0,3	0,6	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
BVPS	58,1	63,4	65,9	70,1	73,7	77,0	77,8	80,0	81,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	819,8	1 630,2	1 136,1	1 039,9	1 116,2	1 201,7	1 170,4	1 265,1	1 252,5
Zysk netto	231,4	604,6	343,3	494,7	459,6	467,0	404,2	520,0	545,9
Amortyzacja	520,2	479,3	510,6	519,6	591,1	659,8	690,9	678,6	646,8
Kapitał obrotowy	-35,9	299,5	136,9	-24,1	-15,7	-10,3	1,9	-5,8	-4,9
Pozostałe	104,2	246,9	145,3	49,7	81,2	85,3	73,3	72,2	64,7
Przepływy inwestycyjne	-648,1	-1 503,4	-1 303,2	-1 329,8	-1 018,1	-933,7	-635,6	-592,8	-576,8
CAPEX	-675,5	-1 054,7	-1 236,4	-1 429,8	-1 118,1	-1 033,7	-635,6	-592,8	-576,8
Inwestycje kapitałowe	76,2	-448,7	-66,8	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-326,1	67,7	76,0	-135,8	-164,1	-213,7	-405,5	-385,1	-470,2
Dług	-253,1	165,6	245,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-41,8	0,0	-83,3	-78,0	-98,9	-137,9	-326,9	-303,1	-390,0
Dywid. w spółkach konsolidowanych	0,0	-25,5	-8,1	-17,3	-17,7	-26,2	-31,0	-38,5	-41,8
Pozostałe	-31,3	-72,4	-78,0	-40,5	-47,5	-49,6	-47,6	-43,4	-38,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-154,4	194,5	-91,1	-425,7	-65,9	54,3	129,2	287,2	205,5
Środki pieniężne na koniec okresu	558,6	753,1	662,0	236,3	170,4	224,7	354,0	641,1	846,6
DPS (PLN)	0,42	0,00	0,84	0,79	1,00	1,39	3,30	3,06	3,93
FCF	77,7	402,5	-213,7	-366,1	5,2	179,7	555,9	696,3	702,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-6,8%	-10,5%	-13,8%	-14,7%	-11,0%	-9,9%	-6,1%	-5,6%	-5,4%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	28,9	11,1	19,5	13,5	14,6	14,3	16,6	12,9	12,3
P/CE	8,9	6,2	7,8	6,6	6,4	5,9	6,1	5,6	5,6
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
FCF/EV	1,1%	6,0%	-3,1%	-4,9%	0,1%	2,3%	7,4%	9,6%	9,9%
EV/EBITDA	9,6	5,6	7,6	6,7	6,6	6,2	6,4	5,6	5,4
EV/EBIT	26,0	8,9	15,6	11,8	12,4	12,2	13,6	10,6	10,0
EV/S	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
CFO/EBITDA	100%	125%	114%	86%	89%	89%	90%	89%	88%
DYield	0,6%	0,0%	1,2%	1,2%	1,5%	2,1%	4,9%	4,5%	5,8%
Cena (PLN)	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50
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)	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7	6 695,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	729,1	625,8	595,4	611,2	634,2	655,3	671,1	685,4	696,9
EV (mln PLN)	7 859,3	7 308,7	7 564,4	8 085,6	8 274,5	8 341,3	8 227,8	7 955,0	7 761,0

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 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.

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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 czerwca 2017 o godzinie 08:22.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 czerwca 2017 o godzinie 08:22.

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 miałyby 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 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 Grupy Azoty wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-06-02	2017-01-26	2016-08-30	2016-06-07	2016-06-02
kurs z dnia rekomendacji	63,01	70,41	64,79	72,00	68,20
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	55 484,56	47 427,99	45 582,80	44 700,67

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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, chemia, metale

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@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

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

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
tel. +48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
tel. +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@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