



Biuro maklerskie

mBank.pl

czwartek, 6 lutego 2020 | aktualizacja raportu

Grupa Azoty: kupuj (podtrzymana)

ATT PW; ATT.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Spadek cen gazu pomaga wynikom

Utrzymujące się wysokie zapasy gazu ziemnego w Europie przekładają się na spadki cen gazu ziemnego (obecnie -50% r/r na kontrakcie miesięcznym oraz -30% r/r na kontrakcie rocznym). Te obecnie są już na niższych poziomach niż w innych regionach świata, co sprzyja konkurencji europejskiej produkcji nawozów. W efekcie niższych cen surowca marże na produkcji nawozów są o 11% wyższe r/r dla mocznika oraz 51% wyższe dla saletry. Spółkom nawozowym sprzyjać może również spadek aktywności gospodarczej w Chinach w efekcie rozprzestrzeniania się koronawirusa. Te, warto przypomnieć są największym producentem amoniaku, mocznika i nawozów wieloskładnikowych. Według naszych szacunków przy pozyskanych 210 mln PLN z emisji akcji w GA Police dług netto do EBITDA Grupy Azoty liczony bez projektu PDH w kolejnych dwóch latach nie przekroczy 1,5x (kovenanty max 3,5x). Naszym zdaniem w krótkim terminie Grupa Azoty może zaskoczyć pozytywnie przy wynikach za 4Q'19 z uwagi na niskie oczekiwania rynku. Pozostawiamy bez zmian naszą cenę docelową (30,31 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Azoty. W ostatnim *Przeglądzie miesięcznym* (5 lutego) podwyższyliśmy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Koronawirus wpłynie na bilans nawozów na świecie

Dłuższa niż zazwyczaj przerwa produkcyjna w Chinach będzie miała wpływ na poziom produkcji nawozów, a pamiętać trzeba, że kraj ten jest największym światowym producentem amoniaku, mocznika i nawozów wieloskładnikowych. Liczymy na dalszy spadek eksportu nawozów syntetycznych z Chin. Dodatkowo warto zwrócić uwagę na wyraźny spadek wprowadzanych nowych mocy produkcyjnych w zakresie nawozów w latach 2019-2022. Według Yara w latach 2019-2023 może to się przełożyć na łączny niedobór ponad 6 mln ton nawozów w skali świata.

Odbijają ceny nawozów fosforowych i potasowych

Ceny nawozów fosforowych i potasowych odbijają z uwagi na ogłoszone wyłączenia produkcyjne przez dużych producentów (Mosaic, Nutrien) oraz wydłużoną do połowy lutego przerwę produkcyjną w prowincji Hubei w Chinach, która odpowiada za 60-65% mocy produkcyjnych w zakresie nawozów fosforowych w Chinach.

Dług mniej straszy niż wcześniej

Przy pozyskanych 210 mln PLN z emisji akcji w GA Police dług netto w relacji do EBITDA na koniec 2020 roku wyniesie 2,8x, czyli znacznie mniej niż szacowaliśmy wcześniej (3,4x). Warto zwrócić uwagę, że dług netto liczony w kovenantach bankowych nie uwzględnia projektu PDH i tak liczony wskaźnik nie przekracza 1,5x w kolejnych dwóch latach.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	9 617,5	9 999,0	11 538,2	11 142,4	11 261,1
EBITDA	1 186,9	764,4	1 463,1	1 265,0	1 100,9
marża EBITDA	12,3%	7,6%	12,7%	11,4%	9,8%
EBIT	597,2	81,0	641,8	398,1	194,6
Zysk netto	456,7	9,8	399,2	218,9	52,0
P/E	6,0	279,5	6,8	12,5	52,4
P/CE	2,6	3,9	2,2	2,5	2,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,1	7,3	4,3	5,7	7,7
DPS	0,79	1,20	0,00	0,00	0,00
DYield	2,9%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	27,50 PLN
Cena docelowa	30,31 PLN
Kapitalizacja	2,7 mld PLN
Free float	0,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,0 mln PLN

Struktura akcjonariatu

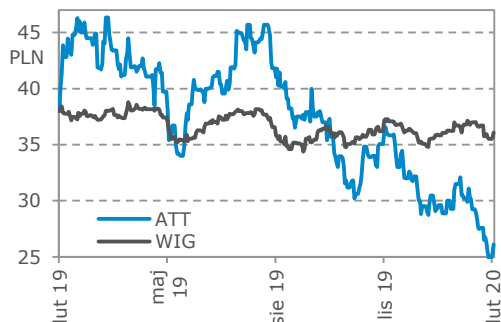
Skarb Państwa	33,00%
Wiaczesław Kantor (Acron)	19,82%
NN OFE	5,46%

Pozostali 41,72%

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 saletrzanych i około 80% nawozów wieloskładnikowych.

Kurs akcji ATT na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Grupa Azoty	30,31	30,31	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Grupa Azoty	27,50	30,31	+10,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu*	2019P	2020P	2021P
EBITDA	-6,2%	+12,1%	+3,7%
Zysk netto	-18,6%	+82,1%	+149,4%
Mocznik (PLN/t)	-0,3%	+0,3%	+0,3%
Saletra (PLN/t)	-0,7%	-0,1%	-0,1%
Gaz ziemny (PLN/m³)	-0,1%	-19,1%	-10,3%
Melamina (PLN/t)	+0,1%	-19,1%	-10,3%
Poliamid 6 (PLN/t)	0,0%	-10,6%	-6,9%
Propylen (PLN/t)	-7,7%	0,0%	0,0%

*zmiana prognoz względem poprzednich prognoz wydanych 5 grudnia 2019

Analityk:

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

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

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 lutego 2020 o godzinie 08:50.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 lutego 2020 o godzinie 08:50.

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 Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Grupa Azoty

rekomendacja	kupuj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	30,31	32,75	37,12	34,09	39,77	45,93	45,93	44,42	45,39	43,20
kurs z dnia rekomendacji	26,10	30,00	36,58	31,18	39,98	42,30	42,10	39,86	35,92	43,88

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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