



Dom Maklerski BDM S.A.

## POLICE

### RAPORT ANALITYCZNY

Na rozczarowujące wyniki spółki w 2-3Q'18 wpłynął wyraźny wzrost cen gazu, który obniżył rentowność produkcji amoniaku. W 4Q'18 spółka zdecydowała się na wyłączenie II linii produkcyjnej, która odpowiadała za istotną część wyników w 2017 roku. Obserwowany spadek cen gazu od września'18 (-40%) relatywnie szybko wpłynął na rynek amoniaku (-18%), a spadek cen bieli tytanowej powinien prowadzić do normalizacji rekordowych marż z 2017-2018 roku. Tym samym oczekiwana poprawa wyniku w Policach może być relatywnie słabsza niż w innych spółkach z Grupy Azoty. Utrzymujemy zalecenie REDUKUJ z ceną docelową 14,8 PLN/akcję.

W 1-3Q'18 biel tytanowa odpowiadała za blisko 90% oczyszczonej EBITDA Polic generując 87 mln PLN EBITDA (74 mln PLN w 1-3Q'17, 104 mln PLN w '17). Szczyt notowań biel tytanowa osiągnęła w 2/3Q'18. Od tego czasu ceny spadły o ok. 8% i oczekiwany jest ich dalszy spadek z uwagi na wzrost podaży.

W 2017 roku spółka zużyła ok. 6,1 TWh gazu na dwóch liniach produkcyjnych amoniaku. Koszt gazu stanowił ok. 31% w kosztach surowcowych spółki, czyli relatywnie mniej niż w Grupie Azoty (36%) i w Puławach (55%). Tym samym oczekiwana poprawa wyników finansowych w 2019 roku będzie relatywnie mniejsza.

Wskazujemy, że spółka handlowana jest przy EV/EBITDA w okolicach 5-7x czyli z istotną premią do innych spółek z Grupy Azoty. Z uwagi na większą koniunkturalność biznesu nawozów wieloskładnikowych nie widzimy dla tego uzasadnienia.

Udział spółki w projekcie Polimery Police (PDH+PP) to 60%. Tym samym spółka będzie w relatywnie większym stopniu obciążona przyszłymi nakładami kapitałowymi na ten projekt, którego budżet oceniany był w październiku'17 na 1,27 mld EUR. Dotychczas na projekt wydano 142 mln PLN (2015-3Q'18). W 4Q'19 ma rozpocząć się budowa. Największe wydatki przypadają na okres 2020-2022.

W listopadzie'18 spółka informowała że wpłynęły 3 oferty na budowę kompleksu Polimery Police, które nie zostały ujawnione. Kolejnym etapem jest pozyskanie finansowania (spółka wskazywała termin do 1H'19) i wybór generalnego wykonawcy.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 417,5	2 599,6	2 503,3	2 852,2	3 158,1	3 228,3
EBITDA [mln PLN]	159,5	230,5	134,9	198,4	254,9	250,7
EBITDA adj. [mln PLN]	236,5	266,8	134,9	198,4	254,9	250,7
EBIT [mln PLN]	70,3	128,4	21,5	80,8	136,0	131,7
Wynik netto [mln PLN]	70,9	109,0	-26,2	62,3	115,1	113,8
P/BV	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0
P/E	18,1	11,8	-	20,6	11,2	11,3
EV/EBITDA	6,6	5,7	11,6	7,6	5,5	5,3
EV/EBIT	22,3	11,9	72,5	18,7	10,3	10,1
DY	0,0%	2,4%	3,1%	0,0%	1,9%	3,6%

## REDUKUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 14,8 PLN

28 LUTEGO 2019, 10:44 CEST

Wycena DCF [PLN]	14,9
W tym PDH+PP	3,0
Wycena porównawcza [PLN]	14,8
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>14,8</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	-12,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	17,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 275,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,0
Stopa zwrotu za 3 mc	24,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,0%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	16,3%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	3,9%

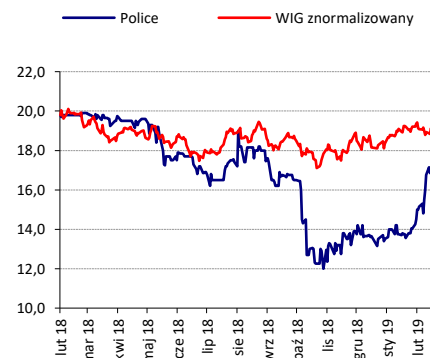
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	4
WYCENA DCF .....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	8
PROGNOZY NA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	9
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028 .....	10
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	14

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 16,8 PLN (w tym 3,0 PLN/akcję projektu PDH- poprzednio 4,7 PLN/akcję). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 14,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 14,8 PLN.

### Podsumowanie wyceny

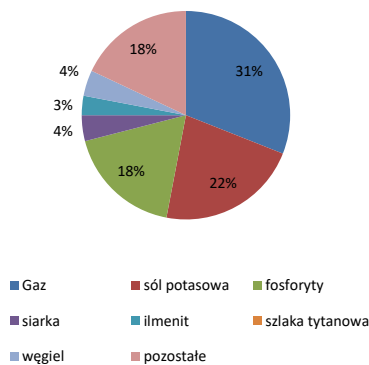
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN] w tym PDH	50%	14,9 3,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	14,8
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>14,8</b>

Źródło: BDM S.A.

### Utrzymujemy zalecenie REDUKUJ z ceną docelową 14,8 PLN/akcję wskazując na:

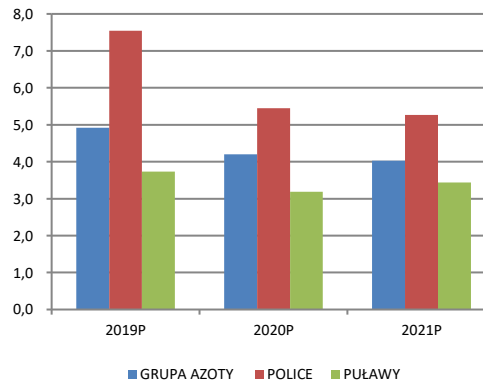
- relatywnie najmniejszy udział taniejącego gazu w koszcie wytworzenia (31% vs 36% w GA i 55% w Puławach);
- relatywnie wysoką wycenę rynkową (EV/EBITDA 5-7x, 40% premii);
- rekordowe wyniki bieli tytanowej, nie do powtórzenia w kolejnych okresach (EBITDA pigmentów w 1-3Q'18 stanowiła blisko 90% EBITDA ogółem vs 40% w 2017 roku);

### Struktura kosztów surowcowych Police



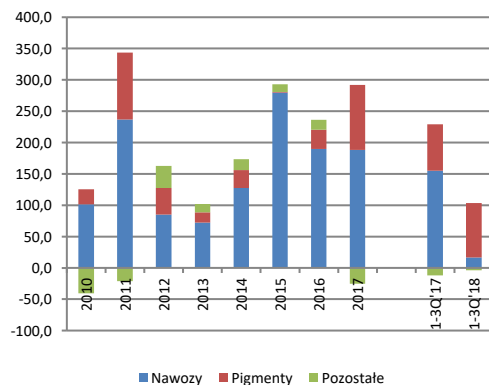
Źródło: BDM S.A., Spółka

### Prognozowana EV/EBITDA dla spółek z Grupy Azoty



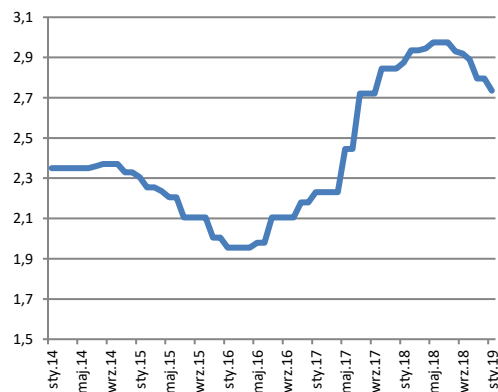
Źródło: BDM S.A., Spółka.

### Dekompozycja EBITDA\* 2010-1-3Q'18



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

### Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: BDM S.A., spółka

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Wzrost kosztów surowcowych

W 2018 roku spółka zmierzyła się z bardzo dużym wzrostem kosztów surowcowych gł. gazu, węgla, energii i uprawnień emisyjnych, których nie była w stanie przetrzymać na klientów. Mimo odwrócenia tendencji na kosztach gazu i CO2 w 2019 roku obserwujemy dalszy wzrost kosztów e.e. i węgla.

### ▪ Brak wyraźnych wzrostów cen nawozów

Oczekujemy systematycznego wzrostu cen nawozów i utrzymania ich historycznych relacji do notowań zbóż w długim terminie. Zwracamy uwagę, że spółka w 2-3Q'18 zrealizowała bardzo niskie ceny nawozów, istotnie odbiegające od obserwowanych w tej części Europy benchmarków.

### ▪ Dyrektywa azotanowa

Od lipca 2018 roku polskich rolników zaczęła obowiązywać tzw. dyrektywa azotanowa mająca na celu ochronę wód powierzchniowych, co ma wpływ na aplikowanie nawożenia. Może to wpłynąć na popyt na nawozy, czego nie zakładamy.

### ▪ Ryzyko utraty konkurencyjności segmentu nawozowego

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

### ▪ Realizacja dużego programu inwestycyjnego- PDH

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

### ▪ Ryzyko dostaw głównych surowców

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

### ▪ Niski „free float”

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

### ▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

W 2017 roku średnie zatrudnienie w spółce wynosiło 3,4 tys. osób. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 14% wszystkich kosztów. Istnieje ryzyko nieuzasadnionych żądań płacowych i strajków, które znacznie obciążą budżet firmy. Średnie płace w Policach należą do najniższych w Grupie Azoty, co dodatkowo wywiera presję na podwyżki.

### ▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Zakładamy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie ok. 700 tys. uprawnień emisyjnych CO2 w ramach ETS III. W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 20 EUR/t, co będzie generować koszty rzędu 60-70 mln PLN rocznie. Istnieje jednak ryzyko wyższego wzrostu cen uprawnień od naszych założeń wskutek działań KE.

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

## WYCENA DCF

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

### Główne zmiany w modelu (szczegóły w tabelach końcowych):

#### ▪ **Wolumeny sprzedaży**

W Policach szacujemy średnie obciążenie linii produkcyjnych nawozów wieloskładnikowych na ponad 80% (rezerwy w DAP). W 70% spółka wykorzystywała linie amoniaku (II nie pracowała pod koniec 2018 roku z uwagi na wysokie ceny gazu).

#### ▪ **Ceny produktów/surowców/kursy walut**

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów i surowców.

Ceny kluczowych nawozów uzależniamy od notowań zbóż na CBOT (aktualna krzywa terminowa, utrzymanie historycznych relacji pszenica/nawozy 2009-2017), co oznacza perspektywę ok. 6-20% wzrostu benchmarków DAP/NPK i 6-16% wzrostu cen w przypadku saletry/mocznika (średnia w '20/średnia'18). W związku z niskimi, zrealizowanymi cenami nawozów w 2-3Q'18 w GA wzrost cen powinien być większy niż benchmarków w 2019-2020.

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

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (19-20 EUR/MWh do 2022 roku, w długim terminie 19 EUR/MWh).

Surowce petrochemiczne opieramy o notowania ropy naftowej Brent (aktualna krzywa terminowa).

Kursy walut opieramy o aktualną krzywą terminową, co oznacza umocnienie złotówki do poziomów 3,5 USD/PLN (negatywny wpływ na ceny gł. nawozów)

#### ▪ **CAPEX**

Zaktualizowaliśmy CAPEX zgodnie z informacjami podawanymi w RO spółki. Bez uwzględniania nakładów na PDH (osobna wycena) w 2018 roku powinno to być ok. 200 mln PLN, a w kolejnych latach mniej.

Spółka zakończyła modernizację ECII i obecnie realizuje szereg mniejszych projektów. Potencjalne nakłady na PDH (blisko 300 mln PLN w '19- rozpoczęcie budowy pod koniec roku) uwzględniliśmy w osobnej wycenie. Największe nakłady na ten projekt powinny być realizowane w '21-'22. Obecnie Police mają ok. 60% w SPV (40% GA).

#### ▪ **ETS III/IV**

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA, co będzie generować koszty rzędu 70 mln PLN.

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

#### ▪ **Dywidenda**

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

#### **Ponadto:**

- Efektywną stopę podatkową w latach 2019-2028 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 75 mln akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 28 lutego 2019 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,1mld PLN (w tym 0,22 mld PLN projekt PDH+PP dla Polic). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 14,9 PLN (PDH+PP 3,0 PLN).**

**Model DCF**

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 503,3	2 852,2	3 158,1	3 228,3	3 180,0	3 135,2	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9
EBIT [mln PLN]	21,5	80,8	136,0	131,7	111,6	109,8	123,9	127,1	130,0	132,7	135,1
Stopa podatkowa	0,0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	15,3	25,8	25,0	21,2	20,9	23,5	24,1	24,7	25,2	25,7
NOPLAT [mln PLN]	21,5	65,4	110,1	106,7	90,4	88,9	100,4	102,9	105,3	107,5	109,4
Amortyzacja [mln PLN]	113,1	117,6	118,9	119,1	119,3	119,3	119,3	119,4	119,4	119,5	119,5
CAPEX [mln PLN]	-200,3	-148,3	-120,0	-122,7	-120,8	-119,1	-119,9	-119,9	-119,9	-119,9	-119,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	29,6	18,5	16,2	3,7	-2,6	-2,4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]***	94,0										
FCF [mln PLN]	57,9	53,2	125,2	106,8	86,3	86,7	100,9	102,4	104,8	107,0	109,0
DFCF [mln PLN]		49,8	108,0	84,9	63,2	58,4	62,3	58,0	54,5	51,0	47,7
Suma DFCF [mln PLN]		637,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 210,9										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		529,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 167,2									
Dług netto* [mln PLN]		275,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>891,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]**</b>		<b>11,9</b>									

*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%*

Przychody zmiana r/r	13,9%	10,7%	2,2%	-1,5%	-1,4%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	275,1%	68,3%	-3,2%	-15,3%	-1,6%	12,9%	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	
FCF zmiana r/r	-8,1%	135,2%	-14,7%	-19,2%	0,5%	16,3%	1,5%	2,3%	2,1%	1,9%	
Marża EBITDA	7,0%	8,1%	7,8%	7,3%	7,3%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	
Marża EBIT	2,8%	4,3%	4,1%	3,5%	3,5%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	
Marża NOPLAT	2,3%	3,5%	3,3%	2,8%	2,8%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	
CAPEX / Przychody	5,2%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
CAPEX / Amortyzacja	126,1%	100,9%	103,0%	101,3%	99,8%	100,5%	100,5%	100,4%	100,4%	100,4%	
Zmiana KO / Przychody	-0,6%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A. \*- prognozowany dług netto na koniec 2018 roku. \*\*- bez uwzględnienia projektu PDH (osobna wycena). \*\*\*- emisja akcji D Polimery Police na PDH (objęta przez Grupę Azoty).

**Kalkulacja WACC**

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	83,2%	86,1%	88,9%	91,8%	96,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	16,8%	13,9%	11,1%	8,2%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	12,1	12,8	13,8	15,0	16,6	18,8	21,9	26,9	35,8
	0,8	11,3	12,0	12,8	13,8	15,2	17,0	19,5	23,2	29,4
	0,9	10,6	11,2	11,9	12,8	13,9	15,4	17,4	20,3	24,9
	1,0	10,0	10,5	11,1	11,9	12,9	14,1	15,7	18,0	21,5
	1,1	9,4	9,8	10,4	11,1	11,9	12,9	14,3	16,2	18,9
	1,2	8,8	9,3	9,7	10,3	11,0	11,9	13,1	14,6	16,7
	1,3	8,3	8,7	9,1	9,7	10,3	11,0	12,0	13,3	15,0

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	12,9	13,8	14,9	16,4	18,3	21,0	25,0	31,8	45,2
	4,0%	11,3	12,0	12,8	13,8	15,2	17,0	19,5	23,2	29,4
	5,0%	10,0	10,5	11,1	11,9	12,9	14,1	15,7	18,0	21,5
	6,0%	8,8	9,3	9,7	10,3	11,0	11,9	13,1	14,6	16,7
	7,0%	7,9	8,2	8,6	9,0	9,6	10,2	11,1	12,1	13,6
	8,0%	7,1	7,3	7,6	8,0	8,4	8,9	9,5	10,3	11,3
	9,0%	6,3	6,6	6,8	7,1	7,4	7,8	8,3	8,8	9,5

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

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

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 do wybranych spółek nawozowych. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 28 lutego 2019 roku.

Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,1 mld PLN, co odpowiada 14,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 17,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z premią do grupy porównawczej.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
YARA	14,2	10,6	10,1	7,4	6,1	5,6	12,8	9,9	9,1
ACRON	10,0	9,3	9,4	6,5	6,0	6,4	9,0	8,6	8,6
PHOSAGRO	7,6	7,6	8,2	5,4	5,1	4,7	6,9	6,6	5,7
NUTRIEN*	18,2	16,5	16,1	8,6	8,0	7,6	14,1	13,0	12,1
MOSAIC	12,2	11,0	10,0	6,2	5,7	5,2	10,2	8,5	7,9
CF INDUSTRIES	18,1	14,2	13,3	7,6	6,6	5,9	13,9	11,6	10,3
GRUPA AZOTY	11,6	9,6	10,1	4,9	4,2	4,0	11,6	9,2	9,2
PUŁAWY	10,8	8,5	10,2	3,7	3,2	3,4	7,5	5,9	7,1
ISRAEL CHEMICALS	15,2	14,1	13,6	8,2	7,8	7,3	13,0	12,1	11,2
MEDIANA	12,2	10,6	10,1	6,5	6,0	5,6	11,6	9,2	9,1
POLICE	20,5	11,1	11,2	7,5	5,4	5,3	18,5	10,2	10,0
Premia/dyskonto do spółki	68,3%	4,7%	10,9%	15,2%	-9,3%	-5,7%	59,6%	11,0%	10,5%
Wycena wg wskaźnika	10,1	16,2	15,3	14,4	18,9	18,1	9,5	15,2	15,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>13,9</b>			<b>17,1</b>			<b>13,3</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>14,8</b>							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 28.02.2019. \*- Nutrien- spółka powstała z połączenia Potash Corp i Agrium



## PROGNOZY NA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 4Q'18 zwracamy uwagę w szczególności na:

- wzrost produkcji nawozów wg. GUS w 4Q'18 o ok. 3% r/r- potencjalnie dobry wolumen sprzedaży;
- wyłączenie II linii produkcyjnej amoniaku z uwagi na wysokie koszty produkcyjne przynajmniej w 10-11.18 (spółka potwierdziła to na konferencji po 3Q'18);
- wzrost benchmarkowych, średnich cen nawozów NPK/DAP 2%/-1% q/q i 6%/18% r/r, spadek cen bieli tytanowej o 4% q/q i 0,7% r/r;
- wzrost detalicznych, średnich cen nawozów w 4Q'18 zaledwie o ok. 3% q/q i r/r (obserwowana duża dysproporcja benchmarków i cen detalicznych w 2-3Q'18, co przy wysokich cenach gazu wpłynęło na ok. 30 MPLN straty EBITDA segmentu nawozowego w tym okresie);
- stabilne ceny gazu TTF (-0,3% q/q, +29% r/r);
- oczekiwaną poprawę wyniku w części nawozowej (liczymy na lekko dodatnią EBITDA segmentu);
- zaniżoną przez odpisy bazę wynikową (4Q'17)- odpis na AFRIG -41 mln PLN;

### Prognozy wyników na 4Q'2018 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18P	zmiana r/r	2017	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r	2020P	zmiana r/r
Przychody	718,4	705,9	-1,7%	2 599,6	2 503,3	-3,7%	2 852,2	13,9%	3 158,1	10,7%
Wynik brutto na sprzedaży	120,7	106,8	-11,5%	471,6	326,5	-30,8%	449,0	37,5%	525,6	17,1%
EBITDA	8,8	35,4	302,8%	230,5	134,9	-41,5%	198,4	47,1%	254,9	28,4%
EBITDA adj.	49,7	35,4	-28,8%	266,8	134,9	-49,4%	198,4	47,1%	254,9	28,4%
EBIT	-18,3	7,2	-	128,4	21,5	-83,2%	80,8	275,1%	136,0	68,3%
Zysk brutto	-24,6	6,3	-	126,6	-27,5	-	76,9	-	142,1	84,8%
Zysk netto	-13,1	5,1	-	109,0	-26,2	-	62,3	-	115,1	84,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	15,1%		18,1%	13,0%		15,7%		16,6%	
Marża EBITDA adj.	6,9%	5,0%		10,3%	5,4%		7,0%		8,1%	
Marża EBIT	-2,6%	1,0%		4,9%	0,9%		2,8%		4,3%	
Marża zysku netto	-1,8%	0,7%		4,2%	-1,0%		2,2%		3,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028

### Główne założenia kwartalne

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	429,4	435,2	455,3	423,0	454,2	497,8	517,6	511,2	503,3	507,0	513,7	532,5
Pszenica [USD/t]	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	190,2	187,8	184,9	186,3	188,7	195,7
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	76,0	68,1	63,3	66,5	66,2	65,8
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	24,6	19,3	18,2	18,3	21,4
[USD/MMBTU]	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	8,2	6,4	6,1	6,2	7,3
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	21,2	23,4	21,7									
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	235,0	238,0	240,3	258,7	253,7	259,5	270,0	275,0	280,0	280,0	280,0	300,0
DAP [USD/t]	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	424,2	418,8	400,0	400,0	400,0	420,0
Mocznik [USD/t]	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	259,2	290,8	260,0	260,0	260,0	280,0
Amoniak [USD/t]	290,0	281,3	196,6	278,1	284,5	229,9	301,7	320,8	280,0	280,0	280,0	300,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 230,0	2 373,3	2 720,0	2 845,0	2 915,0	2 965,0	2 942,0	2 826,3	2 684,9	2 684,9	2 684,9	2 684,9
AdBlue [USD/t]	78,3	61,6	66,4	76,9	73,9	73,0	84,2	94,5	84,5	84,5	84,5	91,0
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	104,2	114,3	114,3	114,3	120,0
Sól potasowa [USD/t]	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	249,7	281,3	280,0	280,0	280,0	300,0
Siarka [USD/t]	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	137,0	130,7	135,0	134,5	134,0
Ilmenit [USD/t]	248,3	253,3	217,0	221,0	213,7	196,7	196,0	182,0	172,9	172,9	172,9	172,9
Węgiel [PLN/t]	252,7	252,7	252,7	252,7	303,3	303,3	303,3	303,3	333,6	333,6	333,6	333,6
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	232,5	279,0	279,0	279,0	279,0
Waluty												
EUR/PLN	4,33	4,22	4,26	4,23	4,18	4,26	4,30	4,30	4,32	4,36	4,39	4,40
USD/PLN	4,06	3,83	3,62	3,59	3,40	3,58	3,70	3,77	3,81	3,82	3,81	3,79
EUR/USD	1,06	1,10	1,17	1,18	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14	1,14	1,15	1,16

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

**Główne założenia kwartalne [mln PLN]**

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
<b>Przychody</b>	699,3	650,4	531,3	718,6	615,0	630,4	552,1	705,9	703,3	708,4	595,9	844,5
Nawozy	598,1	543,0	421,4	605,0	492,2	510,3	441,7	590,5	582,2	588,8	495,5	732,3
Wieloskładnikowe	393,7	351,0	302,0	411,9	297,6	352,2	304,7	470,0	394,6	426,5	385,1	553,9
NPK	283,7	291,0	249,0	321,9	222,6	299,2	258,3	353,7	282,3	362,3	339,1	436,4
NP&PK&NS	110,0	60,0	53,0	90,0	75,0	53,0	46,5	116,3	112,3	64,2	46,0	117,4
Mocznik	107,3	84,6	70,5	101,3	92,2	93,9	75,1	108,5	123,8	98,3	78,4	110,4
Pozostałe (gł. amoniak)	97,1	107,4	48,9	91,8	102,4	64,3	61,8	12,1	63,8	64,0	32,0	68,1
Pigmenty (gł. biel)	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	99,6	103,7	109,3	110,0	92,6	100,9
Pozostałe (gł. AdBlue)	12,3	10,0	11,1	12,9	13,2	11,0	10,9	11,7	11,8	9,6	7,9	11,3
<b>Udział</b>												
Nawozy	85,5%	83,5%	79,3%	84,2%	80,0%	81,0%	80,0%	83,7%	82,8%	83,1%	83,1%	86,7%
Wieloskładnikowe	56,3%	54,0%	56,8%	57,3%	48,4%	55,9%	55,2%	66,6%	56,1%	60,2%	64,6%	65,6%
NPK	40,6%	44,7%	46,9%	44,8%	36,2%	47,5%	46,8%	50,1%	40,1%	51,1%	56,9%	51,7%
NP&PK&NS	15,7%	9,2%	10,0%	12,5%	12,2%	8,4%	8,4%	16,5%	16,0%	9,1%	7,7%	13,9%
Mocznik	15,3%	13,0%	13,3%	14,1%	15,0%	14,9%	13,6%	15,4%	17,6%	13,9%	13,2%	13,1%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,9%	16,5%	9,2%	12,8%	16,7%	10,2%	11,2%	1,7%	9,1%	9,0%	5,4%	8,1%
Pigmenty (gł. biel)	12,7%	15,0%	18,6%	14,0%	17,8%	17,3%	18,0%	14,7%	15,5%	15,5%	15,5%	11,9%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,8%	1,5%	2,1%	1,8%	2,1%	1,8%	2,0%	1,7%	1,7%	1,3%	1,3%	1,3%
<b>Zmiana r/r</b>												
Nawozy	-1,2%	7,2%	-7,5%	25,3%	-17,7%	-6,0%	4,8%	-2,4%	18,3%	15,4%	12,2%	24,0%
Wieloskładnikowe	-7,6%	-4,1%	-10,1%	15,3%	-24,4%	0,3%	0,9%	14,1%	32,6%	21,1%	26,4%	17,8%
NPK	-4,6%	11,0%	0,4%	-8,8%	-21,5%	2,8%	3,7%	9,9%	26,8%	21,1%	31,3%	23,4%
NP&PK&NS	-14,5%	-42,3%	-39,6%	1919,5%	-31,8%	-11,7%	-12,4%	29,3%	49,7%	21,2%	-0,9%	0,9%
Mocznik	6,2%	17,2%	13,1%	44,9%	-14,1%	10,9%	6,5%	7,1%	34,2%	4,7%	4,4%	1,7%
Pozostałe (gł. amoniak)	23,8%	57,5%	-14,6%	65,0%	5,4%	-40,1%	26,6%	-86,9%	-37,7%	-0,5%	-48,3%	464,7%
Pigmenty (gł. biel)	25,0%	14,0%	23,6%	40,6%	23,3%	11,9%	0,8%	3,0%	-0,2%	0,9%	-7,0%	-2,7%
Pozostałe (gł. AdBlue)	23,3%	-23,5%	-16,6%	-43,7%	7,4%	10,2%	-2,5%	-9,8%	-10,4%	-13,4%	-27,6%	-3,1%
<b>EBIT</b>	59,8	67,6	19,5	-18,5	40,1	-3,2	-22,6	6,9	47,0	12,2	0,2	20,7
Nawozy	46,0	56,0	-4,0	-36,0	15,6	-30,8	-41,0	-6,4	23,0	-1,7	-10,2	8,5
Pigmenty	14,8	19,3	23,3	18,5	28,8	27,4	16,0	16,7	25,3	16,5	13,3	15,1
Pozostałe	-1,0	-7,8	0,2	-1,0	-4,3	3,8	5,2	-3,4	-1,3	-2,6	-2,8	-2,9
<b>Marża EBIT Adj.</b>	8,4%	11,8%	3,6%	5,1%	6,6%	1,0%	-3,9%	3,2%	9,1%	3,9%	2,7%	4,3%
Nawozy	7,6%	10,5%	-0,9%	2,1%	3,2%	-4,6%	-9,3%	1,5%	6,8%	2,4%	1,1%	3,3%
Pigmenty	16,4%	22,0%	23,4%	24,9%	26,0%	24,7%	16,2%	16,1%	23,1%	15,0%	14,3%	14,9%
Pozostałe												
<b>Wolumeny [tys. ton]</b>												
Nawozy	460,4	407,5	327,5	480,7	362,5	382,6	309,6	453,8	422,9	421,0	347,8	507,8
Wieloskładnikowe	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	247,8	362,3	260,0	279,6	252,7	362,3
NPK	222,8	227,3	197,9	263,5	154,6	225,9	217,9	287,8	185,5	237,1	222,3	287,8
NP&PK&NS	74,0	39,9	38,1	76,5	62,1	40,4	29,9	74,5	74,5	42,4	30,5	74,5
Mocznik	101,7	68,4	83,3	79,4	89,5	85,7	59,1	81,5	102,9	81,4	65,0	85,5
Pozostałe (gł. amoniak)	61,9	71,9	8,3	61,3	56,3	30,6	2,7	10,0	60,0	60,0	30,0	60,0
Pigmenty (gł. biel)	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	8,4	9,1	10,1	10,0	8,4	9,1
Pozostałe (gł. AdBlue)	27,0	29,7	32,4	32,8	36,8	29,6	24,4	32,8	36,8	29,6	24,4	32,8
<b>Produkcja NPK/DAP [tys. ton]</b>	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	247,8	362,3	260,0	279,6	252,7	362,3
<b>Produkcja TiO2 [tys. ton]</b>	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	8,4	9,1	10,1	10,0	8,4	9,1
<b>Produkcja NH3 [tys. ton]</b>	157,4	141,8	84,6	148,7	139,1	110,4	63,4	99,9	155,4	138,5	94,5	152,2
<b>Produkcja H3PO4 [tys. ton]</b>	101,6	86,9	77,3	115,0	75,6	86,8	79,4	121,3	90,7	91,1	81,0	121,3
<b>Produkcja H2SO4 [tys. ton]</b>	203,2	173,8	154,5	230,0	151,1	173,5	158,8	242,7	181,3	182,2	162,0	242,7
<b>Produkcja U [tys. ton]</b>	110,5	78,0	93,8	90,0	101,4	95,3	67,1	92,1	114,9	91,0	73,0	96,2

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, TiO2- biel tytanowa, H3PO4- kwas fosforowy, H2SO4-kwas siarkowy, U-mocznik. Marża Adj.- marża oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

**Główne założenia roczne**

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Główne założenia												
Pszenica [USD/100bu]	435,7	495,2	514,0	550,8	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2	569,2
Pszenica [USD/t]	160,1	182,0	188,9	202,4	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1	209,1
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	71,5	65,4	64,7	63,2	62,0	61,5	61,6	61,8	61,8	61,8	61,8
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	17,2	22,9	19,3	20,0	20,0	20,0	19,0	18,6	18,6	18,6	18,6	18,6
[USD/MMBTU]	5,7	7,9	6,7	6,7	7,0	7,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	22,1											
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	243,0	264,5	285,0	320,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
DAP [USD/t]	338,2	407,2	405,0	430,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0	440,0
Mocznik [USD/t]	217,9	250,5	265,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0
Amoniak [USD/t]	261,5	284,2	285,0	320,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 542,1	2 912,1	2 684,9	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0	2 400,0
AdBlue [USD/t]	169,3	81,4	86,1	94,3	94,3	94,3	94,3	94,3	94,3	94,3	94,3	94,3
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	90,5	100,3	115,7	122,9	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7
Sól potasowa [USD/t]	230,3	255,8	285,0	320,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Siarka [USD/t]	94,8	121,7	133,5	132,6	130,5	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9	128,9
Ilmenit [USD/t]	234,9	197,1	172,9	154,6	154,6	154,6	154,6	154,6	154,6	154,6	154,6	154,6
Węgiel [PLN/t]	252,7	303,3	333,6	333,6	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2	300,2
Energia elektryczna [PLN/MWh]	232,5	232,5	279,0	279,0	279,0	284,6	290,3	296,1	302,0	308,1	314,2	320,5
Waluty												
EUR/PLN	4,26	4,26	4,37	4,49	4,49	4,49	4,49	4,49	4,49	4,49	4,49	4,49
USD/PLN	3,78	3,61	3,81	3,76	3,66	3,57	3,49	3,49	3,49	3,49	3,49	3,49
EUR/USD	1,13	1,18	1,15	1,19	1,22	1,26	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29

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

**Główne założenia roczne [mln PLN]**

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	2 599,6	2 503,3	2 852,2	3 158,1	3 228,3	3 180,0	3 135,2	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9
<b>Nawozy</b>	2 167,5	2 034,7	2 398,8	2 714,9	2 786,2	2 739,0	2 695,1	2 715,8	2 715,8	2 715,8	2 715,8	2 715,8
Wieloskładnikowe	1 458,6	1 424,5	1 760,2	1 905,3	1 939,0	1 917,7	1 898,2	1 923,9	1 923,9	1 923,9	1 923,9	1 923,9
NPK	1 145,6	1 133,7	1 420,2	1 499,5	1 507,2	1 470,2	1 435,6	1 435,6	1 435,6	1 435,6	1 435,6	1 435,6
NP&PK&NS	313,0	290,8	340,0	405,9	431,8	447,5	462,7	488,4	488,4	488,4	488,4	488,4
Mocznik	363,7	369,6	410,8	491,6	479,2	467,4	456,4	456,4	456,4	456,4	456,4	456,4
Pozostałe (gł. amoniak)	345,3	240,6	227,8	317,9	368,0	353,8	340,5	335,5	335,5	335,5	335,5	335,5
Pigmenty (gł. biel)	385,7	421,8	412,8	399,4	399,4	399,4	399,4	399,4	399,4	399,4	399,4	399,4
Pozostałe (gł. AdBlue)	46,4	46,8	40,6	43,8	42,7	41,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6
<b>Udział</b>												
<b>Nawozy</b>	83,4%	81,3%	84,1%	86,0%	86,3%	86,1%	86,0%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%
Wieloskładnikowe	56,1%	56,9%	61,7%	60,3%	60,1%	60,3%	60,5%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
NPK	44,1%	45,3%	49,8%	47,5%	46,7%	46,2%	45,8%	45,5%	45,5%	45,5%	45,5%	45,5%
NP&PK&NS	12,0%	11,6%	11,9%	12,9%	13,4%	14,1%	14,8%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Mocznik	14,0%	14,8%	14,4%	15,6%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,3%	9,6%	8,0%	10,1%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Pigmenty (gł. biel)	14,8%	16,8%	14,5%	12,6%	12,4%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,8%	1,9%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
<b>Zmiana r/r</b>	7,5%	-3,7%	13,9%	10,7%	2,2%	-1,5%	-1,4%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Nawozy</b>	5,7%	-6,1%	17,9%	13,2%	2,6%	-1,7%	-1,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-1,8%	-2,3%	23,6%	8,2%	1,8%	-1,1%	-1,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-1,3%	-1,0%	25,3%	5,6%	0,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	-3,6%	-7,1%	16,9%	19,4%	6,4%	3,6%	3,4%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik	19,1%	1,6%	11,1%	19,7%	-2,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	33,0%	-30,3%	-5,3%	39,6%	15,8%	-3,9%	-3,8%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	25,2%	9,4%	-2,1%	-3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-21,9%	0,8%	-13,3%	7,9%	-2,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	128,4	21,3	80,1	136,0	131,7	111,6	109,8	123,9	227,6	230,5	233,2	235,6
<b>Nawozy</b>	62,1	-62,6	19,6	101,9	92,6	76,5	75,4	87,3	190,7	193,4	195,9	198,1
<b>Pigmenty</b>	75,9	88,9	70,2	41,5	45,9	42,8	42,4	44,7	45,2	45,7	46,1	46,5
<b>Pozostałe</b>	-9,6	1,4	-9,6	-7,4	-6,8	-7,7	-8,1	-8,0	-8,2	-8,5	-8,7	-9,0
<b>Marża EBIT Adj.</b>	7,3%	1,9%	5,1%	6,5%	7,2%	6,7%	6,7%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%
<b>Nawozy</b>	5,1%	-2,0%	3,5%	6,3%	6,9%	6,5%	6,5%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%
<b>Pigmenty</b>	21,8%	20,9%	17,0%	10,4%	11,5%	10,7%	10,6%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%
<b>Pozostałe</b>												
<b>Wolumeny [tys. ton]</b>												
<b>Nawozy</b>	1676	1509	1700	1750	1792	1804	1817	1829	1829	1829	1829	1829
Wieloskładnikowe	1140	1093	1155	1190	1206	1222	1238	1254	1254	1254	1254	1254
NPK	912	886	933	950	950	950	950	950	950	950	950	950
NP&PK&NS	228	207	222	240	256	272	288	304	304	304	304	304
Mocznik	333	316	335	340	340	340	340	340	340	340	340	340
Pozostałe (gł. amoniak)	203	100	210	220	246	242	239	235	235	235	235	235
Pigmenty (gł. biel)	38	36	38	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	122	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
<b>Produkcja NPK/DAP [tys. ton]</b>	1 157,6	1 093,0	1 154,6	1 190,0	1 206,0	1 222,0	1 238,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0
wykorzystanie mocy	87,7%	82,8%	87,5%	90,2%	91,4%	92,6%	93,8%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
<b>Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]</b>	38,6	36,2	37,6	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
wykorzystanie mocy	92,9%	96,4%	90,6%	94,1%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
<b>Produkcja NH3 [tys. ton]</b>	614,9	412,8	540,7	558,6	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	105%	70%	92%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Produkcja H3PO4 [tys. ton]</b>	380,8	363,1	384,1	397,8	405,3	412,8	420,4	427,9	427,9	427,9	427,9	427,9
wykorzystanie mocy	79%	76%	80%	83%	84%	86%	88%	89%	89%	89%	89%	89%
<b>Produkcja H2SO4 [tys. ton]</b>	750,7	726,1	768,2	795,6	810,6	825,7	840,7	855,8	855,8	855,8	855,8	855,8
wykorzystanie mocy	74%	71%	75%	78%	79%	81%	82%	84%	84%	84%	84%	84%
<b>Produkcja U [tys. ton]</b>	372,4	356,0	375,1	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0
wykorzystanie mocy	93%	89%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, TiO2- biel tytanowa, H3PO4- kwas fosforowy, H2SO4-kwas siarkowy, U-mocznik. Marża Adj.- marża oczyszczona o zdarzenia jednorazowe

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Aktywa trwałe	1 526,9	1 614,1	1 644,8	1 645,9	1 649,5	1 651,1	1 650,9	1 651,5	1 652,0	1 652,5	1 653,0	1 653,4
Wartości niematerialne i prawne	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 407,3	1 494,5	1 525,1	1 526,2	1 529,9	1 531,4	1 531,2	1 531,8	1 532,4	1 532,9	1 533,3	1 533,7
Aktywa obrotowe	639,0	494,9	542,1	638,6	656,0	629,1	581,2	571,6	620,4	646,4	648,2	649,7
Zapasy	253,1	173,8	198,1	219,3	224,2	220,8	217,7	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2
Należności krótkoterminowe	201,3	139,9	159,3	176,3	180,2	177,5	175,0	176,2	176,2	176,2	176,2	176,2
Inwestycje krótkoterminowe	145,0	141,5	145,1	203,4	212,0	191,2	148,9	136,7	185,5	211,5	213,3	214,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	145,0	141,5	145,1	203,4	212,0	191,2	148,9	136,7	185,5	211,5	213,3	214,8
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 165,9</b>	<b>2 109,0</b>	<b>2 186,8</b>	<b>2 284,5</b>	<b>2 305,5</b>	<b>2 280,2</b>	<b>2 232,1</b>	<b>2 223,0</b>	<b>2 272,4</b>	<b>2 298,9</b>	<b>2 301,1</b>	<b>2 303,1</b>
Kapitał (fundusz) własny	1 154,8	1 088,9	1 151,2	1 241,4	1 309,2	1 362,9	1 423,2	1 497,2	1 546,6	1 573,2	1 575,4	1 577,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	295,5	364,7	338,5	375,9	445,0	513,3	572,8	632,9	678,5	702,0	702,0	702,0
Zysk (strata) netto okresu	109,0	-26,2	62,3	115,1	113,8	99,3	100,0	114,0	117,8	120,8	123,0	125,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 044,2	1 056,1	1 071,6	1 079,1	1 032,3	953,2	844,8	761,8	761,8	761,8	761,8	761,8
Rezerwy na zobowiązania	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0	137,0
Zobowiązania długoterminowe	296,7	296,7	276,7	256,7	216,7	166,7	86,7	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
-oprocentowane	267,6	267,6	247,6	227,6	187,6	137,6	57,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	610,4	622,4	657,9	685,4	678,6	649,5	621,1	595,6	595,6	595,6	595,6	595,6
-oprocentowane	119,4	149,4	119,4	89,4	69,4	49,4	29,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 165,9</b>	<b>2 109,0</b>	<b>2 186,8</b>	<b>2 284,5</b>	<b>2 305,5</b>	<b>2 280,2</b>	<b>2 232,1</b>	<b>2 223,0</b>	<b>2 272,4</b>	<b>2 298,9</b>	<b>2 301,1</b>	<b>2 303,1</b>

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	2 599,6	2 503,3	2 852,2	3 158,1	3 228,3	3 180,0	3 135,2	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9	3 155,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 128,0	2 176,8	2 403,1	2 632,5	2 667,8	2 638,3	2 593,7	2 595,6	2 588,6	2 581,9	2 575,3	2 568,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	471,6	326,5	449,0	525,6	560,5	541,8	541,5	560,3	567,2	574,0	580,6	587,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	280,7	284,2	303,9	321,6	328,3	329,6	331,2	335,8	339,6	343,4	347,4	351,4
Zysk (strata) na sprzedaży	190,9	42,3	145,1	204,1	232,2	212,1	210,3	224,5	227,6	230,5	233,2	235,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-62,5	-20,7	-64,4	-68,1	-100,5	-100,5	-100,5	-100,5	-100,5	-100,5	-100,5	-100,5
<b>EBITDA</b>	<b>230,5</b>	<b>134,9</b>	<b>198,4</b>	<b>254,9</b>	<b>250,7</b>	<b>230,9</b>	<b>229,1</b>	<b>243,3</b>	<b>246,5</b>	<b>249,4</b>	<b>252,1</b>	<b>254,6</b>
EBIT	128,4	21,5	80,8	136,0	131,7	111,6	109,8	123,9	127,1	130,0	132,7	135,1
Saldo działalności finansowej	-14,8	-61,8	-16,6	-6,6	-3,9	-1,7	1,0	4,1	5,6	6,3	6,4	6,4
Zysk (strata) brutto	126,6	-27,5	76,9	142,1	140,5	122,6	123,5	140,8	145,4	149,1	151,8	154,3
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>109,0</b>	<b>-26,2</b>	<b>62,3</b>	<b>115,1</b>	<b>113,8</b>	<b>99,3</b>	<b>100,0</b>	<b>114,0</b>	<b>117,8</b>	<b>120,8</b>	<b>123,0</b>	<b>125,0</b>

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	266,7	268,4	218,5	259,8	241,2	217,3	215,5	230,6	231,6	233,8	236,0	238,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-223,8	-192,4	-148,2	-113,9	-116,3	-115,1	-114,7	-115,8	-114,4	-113,6	-113,5	-113,5
Przepływy z działalności finansowej	7,3	-79,4	-66,7	-87,6	-116,3	-123,0	-143,2	-126,9	-68,4	-94,2	-120,8	-123,0
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>50,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>58,3</b>	<b>8,6</b>	<b>-20,8</b>	<b>-42,3</b>	<b>-12,2</b>	<b>48,8</b>	<b>26,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
Środki pieniężne na początek okresu	95,8	145,0	141,5	145,1	203,4	212,0	191,2	148,9	136,7	185,5	211,5	213,3
Środki pieniężne na koniec okresu	145,0	141,5	145,1	203,4	212,0	191,2	148,9	136,7	185,5	211,5	213,3	214,8

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-3,7%	13,9%	10,7%	2,2%	-1,5%	-1,4%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-41,5%	47,1%	28,4%	-1,6%	-7,9%	-0,8%	6,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-83,2%	275,1%	68,3%	-3,2%	-15,3%	-1,6%	12,9%	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%
Zysk netto zmiana r/r	-124,0%	-338,0%	84,8%	-1,1%	-12,7%	0,7%	14,0%	3,3%	2,5%	1,8%	1,6%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	15,7%	16,6%	17,4%	17,0%	17,3%	17,8%	18,0%	18,2%	18,4%	18,6%
Marża EBITDA	5,4%	7,0%	8,1%	7,8%	7,3%	7,3%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%
Marża EBIT	0,9%	2,8%	4,3%	4,1%	3,5%	3,5%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%
Marża brutto	-1,1%	2,7%	4,5%	4,4%	3,9%	3,9%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%
Marża netto	-1,0%	2,2%	3,6%	3,5%	3,1%	3,2%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%
COGS / przychody	87,0%	84,3%	83,4%	82,6%	83,0%	82,7%	82,2%	82,0%	81,8%	81,6%	81,4%
SG&A / przychody	11,4%	10,7%	10,2%	10,2%	10,4%	10,6%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,1%
SG&A / COGS	13,1%	12,6%	12,2%	12,3%	12,5%	12,8%	12,9%	13,1%	13,3%	13,5%	13,7%
ROE	-2,4%	5,4%	9,3%	8,7%	7,3%	7,0%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
ROA	-1,2%	2,8%	5,0%	4,9%	4,4%	4,5%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%
Dług	416,9	366,9	316,9	256,9	186,9	86,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	26,5%	25,2%	21,6%	17,1%	12,5%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	19,8%	16,8%	13,9%	11,1%	8,2%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	38,3%	31,9%	25,5%	19,6%	13,7%	6,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	275,4	221,8	113,5	44,9	-4,3	-61,9	-136,7	-185,5	-211,5	-213,3	-214,8
Dług netto / kapitał własny	25,3%	19,3%	9,1%	3,4%	-0,3%	-4,4%	-9,1%	-12,0%	-13,4%	-13,5%	-13,6%
Dług netto / EBITDA	2,0	1,1	0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBIT	12,8	2,7	0,8	0,3	0,0	-0,6	-1,1	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
EV	1 550,4	1 496,8	1 388,5	1 319,9	1 270,7	1 213,1	1 138,3	1 089,5	1 063,5	1 061,7	1 060,2
Dług / EV	26,9%	24,5%	22,8%	19,5%	14,7%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	7,7%	5,9%	4,2%	3,9%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	177,1%	126,1%	100,9%	103,0%	101,3%	99,8%	100,5%	100,5%	100,4%	100,4%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	4,3%	4,7%	4,2%	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	-4,9%	-0,6%	-0,5%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	128,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-	-	-	-
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
MC/S*	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	-	20,5	11,1	11,2	12,8	12,7	11,2	10,8	10,6	10,4	10,2
P/BV*	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE*	14,7	7,1	5,4	5,5	5,8	5,8	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2
EV/EBITDA*	11,5	7,5	5,4	5,3	5,5	5,3	4,7	4,4	4,3	4,2	4,2
EV/EBIT*	72,0	18,5	10,2	10,0	11,4	11,1	9,2	8,6	8,2	8,0	7,8
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	14,5	15,3	16,6	17,5	18,2	19,0	20,0	20,6	21,0	21,0	21,0
EPS	-0,3	0,8	1,5	1,5	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
CEPS	1,2	2,4	3,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3
FCFPS	0,7	1,7	1,4	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
DPS w okresie	0,53	0,00	0,33	0,61	0,61	0,53	0,53	0,91	1,26	1,61	1,64
Payout ratio	36,5%	0,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 17,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzystian Brymora**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny, energetyka

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

**Historia rekomendacji Police**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Redukuj</b>	<b>14,8</b>	<b>Redukuj</b>	<b>15,3</b>	<b>28.02.2019</b>	<b>10:44 CEST</b>	<b>17,0</b>	<b>59 969,6</b>
Redukuj	15,3	Trzymaj	19,17*	24.09.2018	9:42 CEST	16,8	58 237,8
Trzymaj	19,7	Trzymaj	22,4	14.02.2018	13:35 CEST	19,8	63 319,7
Trzymaj	22,4	Trzymaj	21,3	27.07.2017	8:35 CEST	21,0	62 333,0
Trzymaj	21,3	Trzymaj	23,0	28.07.2016		21,5	46 854,0
Trzymaj	23,0	Sprzedaj	12,9	06.11.2015		24,0	50 106,0
Sprzedaj	12,9	Sprzedaj	17,1	08.08.2014		21,8	49 958,7
Sprzedaj	17,1	-	-	20.11.2013		25,6	54 622,6

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



**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahał wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka  
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	25%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	4	50%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.02.2019 roku (10:44 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.03.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 28.02.2019 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.