



Dom Maklerski BDM S.A.

## POLICE

### RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu wydania naszej poprzedniej rekomendacji kurs akcji spółki stracił ponad 20%. W tym czasie poznaliśmy wysokie wyniki finansowe za 1Q'19, a taniejący gaz dobrze wróży marżom w kolejnych okresach. Niemniej biorąc pod uwagę mniejszy udział gazu w kosztach produkcji na tle Grupy Azoty czy Puław, a także spadek marż w obszarze bieli tytanowej, poprawa wyników w Policach będzie relatywnie mniejsza. Tym samym podnosimy zalecenie inwestycyjne do TRZYMAJ z ceną docelową 14,2 PLN/akcję.

W marcu'19 spółka poinformowała o planach emisji akcji z prawem poboru (do 110 mln akcji) chcąc pozyskać 1,1 mld PLN na sfinansowanie wkładu własnego w projekcie Polimery Police. Pozytywna uchwała WZA w tej kwestii z 26.04.2019 (dzień PP 18.06.2019, akcje nieobjęte zapisami będą mogły być zaoferowane wybranym podmiotom) została zawieszona 06.06.2019 z uwagi na problemy prawne. Spółka ma wrócić do emisji w 3Q'19.

Dn. 11 maja 2019 roku PDH Polska oraz Hyundai Engineering zawarły umowę o kompleksową realizację projektu "Polimery Police" za 992,811 mln EUR w zakresie podstawowym. Całkowity szacowany budżet projektu wynosi ok. 1,5 mld EUR (6,55 mld PLN), co jest wartością ponad 20% wyższą od poprzedniej aktualizacji projektu w październiku'17.

Inwestycję w Polimery Police uwzględniamy w osobnym DCF. Do końca 2018 roku spółka wydała na projekt ok. 180 mln PLN z całkowitego budżetu ok. 6,5 mld PLN (koniec 4Q'22). W 2019 roku objęła jeszcze nowe akcje SPV za 66 mln PLN (całkowite zaangażowanie ok 250 mln PLN, 53% w kapitale).

Wyniki za 1Q'19 okazały się zgodne z szacunkami z 25.04.2019, które były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań. W strukturze wyników uwagę zwracał wysoki wynik w nawozach (78,2 mln PLN vs 37,1 mln PLN przed rokiem) i słabszy w pigmentach (17,2 mln PLN vs 33,8 mln PLN przed rokiem).

Od 2Q'19 spółka wchodzi w niską bazę wynikową i nie powinna mieć problemów z poprawą ubiegłorocznych wyników. Wskazujemy na bardzo niskie ceny gazu (-38% r/r) i potencjał dużego wzrostu sprzedaży amoniaku, którego produkcję spółka ograniczała w 2018 roku przez niesprzyjające warunki rynkowe. Ceny nawozów DAP/NPK były tylko nieco niższe niż kwartał wcześniej, ale wyższe niż rok temu. Powinno to prowadzić do wzrostu jednostkowych marż. W przypadku bieli tytanowej oczekujemy kontynuacji spadku rentowności przez gł. niższe ceny (-1% q/q, -10% r/r).

Nasze projekcje wyników finansowych w bieżącej edycji raportu zostały podniesione o ok. 30% na 2019 roku gł. z uwagi na tańszy gaz i pozytywne zaskoczenie w 1Q'19.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	2 417,5	2 599,6	2 421,3	2 807,5	3 148,6	3 253,2
EBITDA [mln PLN]	159,5	230,5	122,0	255,2	282,4	251,8
EBITDA adj. [mln PLN]	236,5	266,8	122,0	255,2	282,4	251,8
EBIT [mln PLN]	70,3	128,4	8,2	133,2	158,5	127,9
Wynik netto [mln PLN]	70,9	109,0	-29,5	106,4	130,6	107,7
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E	14,4	9,4	-34,6	9,6	7,8	9,5
EV/EBITDA	5,5	4,7	10,2	5,0	4,2	4,5
EV/EBIT	18,5	9,8	151,8	9,6	7,5	8,9
DY	0,0%	3,1%	3,9%	0,0%	4,2%	5,1%

## TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 14,2 PLN

17 CZERWCA 2019, 10:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	10,7
W tym PDH+PP	-0,6
Wycena porównawcza [PLN]	17,7
Wycena końcowa [PLN]	14,2
Potencjał do wzrostu / spadku	4,7%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	13,6
Kapitalizacja [mln PLN]	1 020,0
Ilość akcji [mln. szt.]	75,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,2

Stopa zwrotu za 3 mc	-2,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,8%

Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	66,0%
PZU OFE	16,3%
ARP	8,8%
Skarb Państwa	5,0%
Pozostali	3,9%

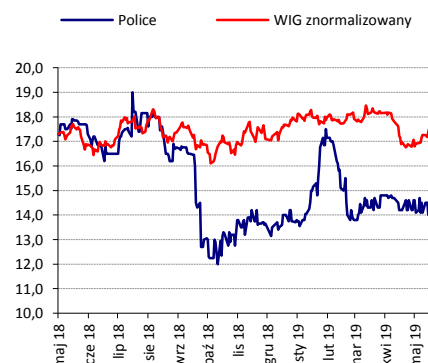
Krystian Brymora

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	10
POLIMERY POLICE .....	12
HISTORIA PROJEKTU .....	12
KONFERENCJA Z ZARZĄDEM NT. POLIMERY POLICE (25.03.2019).....	13
OPIS PROJEKTU/TECHNOLOGII .....	14
RYNEK .....	15
FINANSOWANIE/ZADŁUŻENIE .....	16
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2019-2028 .....	17
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	21

## 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 10,7 PLN (w tym -0,6 PLN „Polimery Police” - poprzednio 3,0 PLN/akcję). Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 17,7 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 14,2 PLN.

### Podsumowanie wyceny

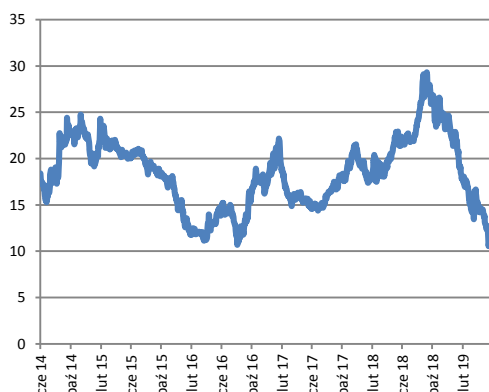
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	10,7
w tym PDH		-0,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	17,7
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>14,2</b>

Źródło: BDM S.A.

**Podnosimy zalecenie dla spółki z redukcji do TRZYMAJ z ceną docelową 14,2 PLN/akcję wskazując na:**

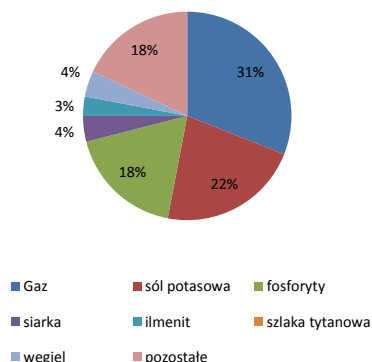
- spadek kursu akcji od czasu wydania ostatniej rekomendacji (-22%);
- duży spadek cen gazu (-38% r/r w 2Q'19) i podniesienie prognoz finansowych (o ok. 30% w 2019 roku);
- relatywnie najmniejszy udział taniejącego gazu w koszcie wytworzenia (31% vs 36% w GA i 55% w Puławach);

**Gaz TTF DA 2014-2019 [EUR/MWh]**



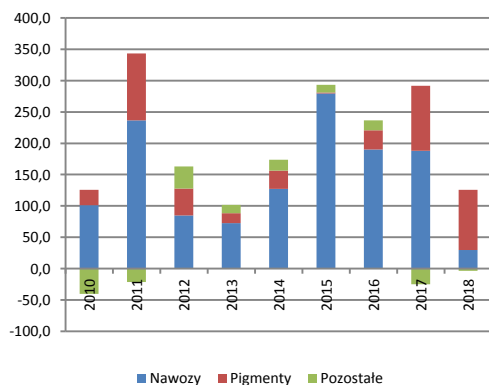
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Struktura kosztów surowcowych Police**



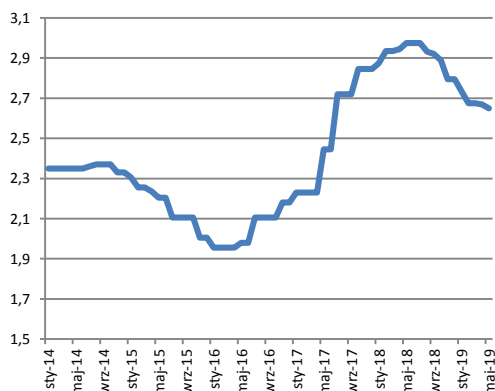
Źródło: BDM S.A., Spółka

**Dekompozycja EBITDA\* 2010-2018**



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 przerzucić na klientów. Mimo odwrócenia tendencji na kosztach gazu w 2019 roku obserwujemy dalszy wzrost kosztów e.e. i CO<sub>2</sub>.

### ▪ 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 marcu'19 spółka poinformowała o wzroście wartości inwestycji w projekt produkcji propylenu z propanu (PDH) wraz z jednostką polipropylenową z 5,3 do 6,5 mld PLN (+21%). 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). Obecnie Police mają 53% udział w spółce celowej.

### ▪ 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.

### ▪ Niepowodzenie emisji akcji (SPO)

Dn. 26.04.2019 WZA podjęło uchwałę w kwestii emisji do 110 mln akcji z prawem poboru celem pozyskania 1,1 mld PLN na finansowanie Polimery Police. Dn. 06.06.19 zarząd podjął decyzję o zawieszeniu oferty z uwagi na problemy prawne. Istnieje ryzyko niepowodzenia emisji (Grupa Azoty posiada w akcjonariacie 66%) i innej formy finansowania kluczowego projektu.

### ▪ 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 3,5 tys. osób. Większość z nich należy do licznych związków zawodowych. Koszty pracownicze stanowią ponad 15% 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 CO<sub>2</sub> w ramach ETS III. Przy cenie 25 EUR/t daje to roczne koszty na poziomie 80 mln PLN.

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 25 EUR/t będzie generować koszty rzędu 120 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 spółka ma największe rezerwy produkcyjne. Szacujemy obłożenie podstawowych linii nawozowych w 2018 roku na ok. 80% (DAP/NPK) i 70% amoniak (spółka zatrzymała II linię w 4Q'18 z uwagi na trudne warunki rynkowe). Wykorzystanie zdolności produkcyjnych na bieli tytanowej nie przekraczało 90%.

#### ▪ 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 2009-2018).

W przypadku mocnego w 2017-2018 rynku tworzyw, bieli tytanowej i melaminy oczekujemy spadków cen i powrotu marż do historycznych poziomów 2009-2018.

Notowania gazu opieramy o aktualną krzywą terminową TTF (średnio 15,4 EUR/MWh w '19, 18 EUR/MWh w '20 i 20 EUR/MWh długoterminowo). Dostrzegamy ryzyko korekty w krótkim terminie (najsłabszy surowiec energetyczny) i nadpodaż w długim, co powinno prowadzić do ograniczonych wzrostów cen.

Surowce petrochemiczne opieramy o notowania ropy naftowej Brent (aktualna krzywa terminowa), co oznacza utrzymanie w długim terminie poziomu 60 USD/bbl Brent.

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 2019 roku powinno to być ok. 150 mln PLN, a w kolejnych latach na poziomie amortyzacji.

Całkowite nakłady dostosowujące infrastrukturę Polic do projektu Polimery Polce zarząd oceniał na <100 mln PLN.

#### ▪ Polimery Police

Inwestycję w Polimery Police uwzględniamy w osobnym DCF. Do końca 2018 roku spółka wydała na projekt ok. 180 mln PLN z całkowitego budżetu ok. 6,5 mld PLN (koniec 4Q'22). W 2019 roku objęła jeszcze nowe akcje SPV za 66 mln PLN (całkowite zaangażowanie ok 250 mln PLN, 53% w kapitale).

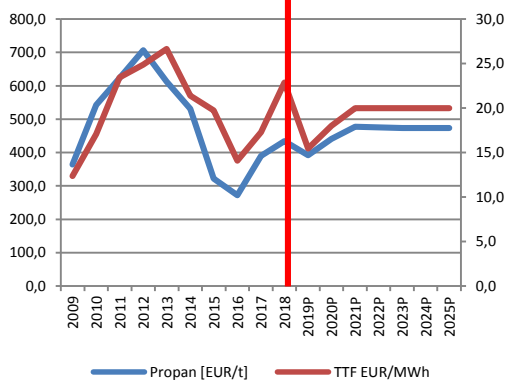
W 2019 roku bazowy scenariusz inwestycji kapitałowej w SPV PDH Polska zakłada dokapitalizowanie SPV za pomocą środków pozyskanych z emisji akcji Polic z prawem poboru (do 1,1 mld PLN), o czym spółka informowała w marcu'19. Pozytywna uchwała WZA w tej kwestii z 26.04.2019 (dzień PP 18.06.2019, akcje nieobjęte zapisami będą mogły być zaoferowane wybranym podmiotom) została zawieszona 06.06.2019 z uwagi na problemy prawne. Spółka ma wrócić do emisji w 3Q'19.

Spółka PDH Polska ma podpisane 2 listy intencyjne o wartości ok. 1,06 mld PLN, co teoretycznie domyka strukturę finansowania (docelowo Police 47%, Grupa Azoty 16%). Zarząd na konferencji po 1Q'19 informował o kolejnych, potencjalnych partnerach projektu.

Obecne warunki do realizacji przedsięwzięcia są bardzo dobre (niskie ceny gazu i zależnego propanu, wysokie notowania propylenu/polipropylenu opartych o ropę naftową). W swoich prognozach konserwatywnie zakładamy pogorszenie spreadów przez wzrost obecnie niskich cen gazu do poziomów historycznych średnich.

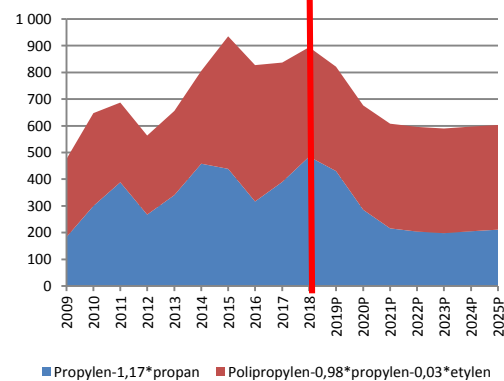
Na bazie swoich prognoz i szacunków spółki (konferencja 25.03.19) szacujemy, że przychody sięgną 2,3 mld PLN a EBITDA blisko 600 mln PLN (>30% marży EBITDA). Koszt kapitału (WACC) przyjmujemy na 9%. Wartość projektu (NPV) to -95 mln PLN, co ma marginalny wpływ na wycenę końcową. Na obniżenie wyceny (poprzednio 374 mln PLN) wpływ miał gł. wzrost budżetu inwestycji o ok. 20%.

Propan [EUR/t, LS] vs gaz TTF [EUR/MWh, PS]



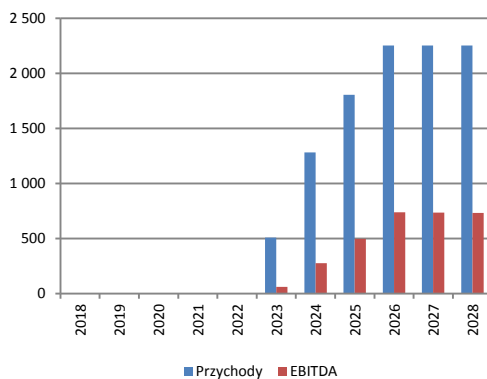
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread polipropylen i propylen [EUR/t]



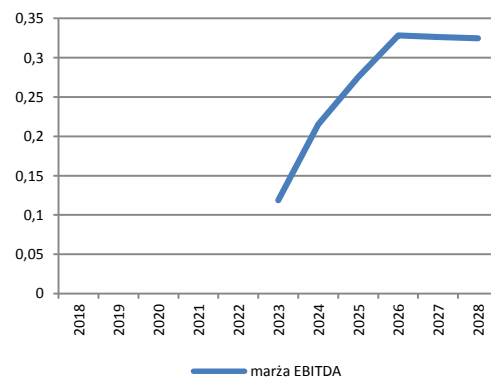
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozowane wyniki PDH Polska [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Prognozowana marża EBITDA PDH Polska [%]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

#### ▪ SPO

W bazowym scenariuszu nie zakładamy emisji akcji. Dn. 26.04.2019 WZA podjęło uchwałę w kwestii emisji do 110 mln akcji z prawem poboru celem pozyskania 1,1 mld PLN na finansowanie Polimery Police. Dn. 06.06.19 zarząd podjął decyzję o zawieszeniu oferty z uwagi na problemy prawne.

#### ▪ ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 25 EUR/EUA (poprzednio 20 EUR/t), co będzie generować koszty rzędu 80 mln PLN.

Po 2020 roku zakładamy ETSIV (tylko 30% bezpłatnych praw emisyjnych vs 60% obecnie), co przy cenie 25 EUR/t zwiększy roczne koszty do 120 mln PLN.

#### ▪ Dywidenda

Zarząd nie rekomendował dywidendy z zysku za 2018 argumentując to potrzebą zapewnienia wkładu własnego na Polimery Police. WZA w tej sprawie odbędzie się 25.06.2019.

Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. Od 2020 roku przyjmujemy wypłatę na poziomie 40% jednostkowego zysku netto.

#### 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 17 czerwca 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 0,8 mld PLN (w tym -0,05 mld PLN projekt Polimery Police). W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 10,7 PLN (Polimery Police -0,6 PLN).

#### Model DCF

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 421,3	2 807,5	3 148,6	3 253,2	3 208,2	3 166,4	3 185,0	3 203,6	3 222,1	3 222,1	3 222,1
EBIT [mln PLN]	8,2	133,2	158,5	127,9	104,4	79,5	88,5	97,2	105,7	105,1	104,3
Stopa podatkowa	18,1%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,5	26,1	30,1	24,3	19,8	15,1	16,8	18,5	20,1	20,0	19,8
NOPLAT [mln PLN]	6,7	107,1	128,4	103,6	84,6	64,4	71,7	78,7	85,6	85,1	84,5
Amortyzacja [mln PLN]	113,8	122,4	123,8	123,9	123,8	123,6	123,4	123,2	123,1	123,1	123,0
CAPEX [mln PLN]	-211,6	-154,4	-125,9	-123,6	-121,9	-120,3	-121,0	-121,7	-122,4	-122,4	-122,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-22,6	-47,0	4,2	1,3	-0,6	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]**	94,0										
FCF [mln PLN]	-19,6	28,1	130,5	105,1	86,0	67,2	74,2	80,4	86,5	85,8	85,0
DFCF [mln PLN]		26,9	115,3	85,7	64,5	46,4	47,0	46,7	46,1	41,9	38,1
Suma DFCF [mln PLN]		558,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]		944,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		423,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		982,4									
Dług netto* [mln PLN]		133,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>848,6</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		75,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]**</b>		<b>11,3</b>									

Przychody zmiana r/r	15,9%	12,1%	3,3%	-1,4%	-1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	1517,5%	19,0%	-19,3%	-18,3%	-23,8%	11,2%	9,8%	8,7%	-0,5%	-0,8%
FCF zmiana r/r	-	364,2%	-19,4%	-18,2%	-21,8%	10,5%	8,3%	7,5%	-0,9%	-0,8%
Marża EBITDA	9,1%	9,0%	7,7%	7,1%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża EBIT	4,7%	5,0%	3,9%	3,3%	2,5%	2,8%	3,0%	3,3%	3,3%	3,2%
Marża NOPLAT	3,8%	4,1%	3,2%	2,6%	2,0%	2,3%	2,5%	2,7%	2,6%	2,6%
CAPEX / Przychody	5,5%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	126,1%	101,7%	99,8%	98,5%	97,3%	98,1%	98,8%	99,4%	99,5%	99,5%
Zmiana KO / Przychody	1,7%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-	-

Źródło: BDM S.A. \*- dług na koniec 2018 roku (230 mln PLN) powiększony o zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF16 (64,7 mln PLN) i pomniejszony o dotychczasowe wydatki na Polimery Police (161,1 mln PLN- osobna wycena)\*\*- bez uwzględniania projektu Polimery Police (osobna wycena). \*\*\*- emisja akcji D Polimery Police na PDH (objęta przez Grupę Azoty).

#### Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
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	83,3%	86,0%	88,4%	91,1%	94,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	16,7%	14,0%	11,6%	8,9%	5,1%	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								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	11,4	12,1	12,8	13,8	15,1	16,8	19,3	23,2	30,3
	0,8	10,8	11,4	12,0	12,9	13,9	15,4	17,4	20,3	25,3
	0,9	10,3	10,8	11,3	12,1	13,0	14,1	15,7	18,1	21,7
	1,0	9,8	10,2	10,7	11,3	12,1	13,1	14,4	16,3	19,0
	1,1	9,3	9,7	10,1	10,7	11,3	12,2	13,3	14,8	16,9
	1,2	8,9	9,2	9,6	10,1	10,7	11,4	12,3	13,5	15,2
	1,3	8,5	8,8	9,1	9,6	10,1	10,7	11,4	12,5	13,9

Źródło: BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	12,1	12,8	13,7	14,9	16,4	18,5	21,8	27,1	37,8
	4,0%	10,8	11,4	12,0	12,9	13,9	15,4	17,4	20,3	25,3
	5,0%	9,8	10,2	10,7	11,3	12,1	13,1	14,4	16,3	19,0
	6,0%	8,9	9,2	9,6	10,1	10,7	11,4	12,3	13,5	15,2
	7,0%	8,1	8,4	8,7	9,1	9,5	10,0	10,7	11,6	12,7
	8,0%	7,5	7,7	7,9	8,2	8,6	9,0	9,5	10,1	10,9
	9,0%	6,9	7,1	7,3	7,5	7,8	8,1	8,5	8,9	9,5

Źródło: BDM S.A.

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

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

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 17 czerwca 2019 roku.

Porównując wyniki Polic ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,3 mld PLN, co odpowiada 17,7 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 13,6 PLN (bieżąca cena rynkowa) Police są notowane z dyskontem do grupy porównawczej.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
YARA	16,0	12,0	11,2	7,9	6,6	6,1	14,0	10,9	9,9
ACRON	9,1	8,6	8,4	6,7	6,4	5,9	8,7	8,4	7,6
PHOSAGRO	8,2	8,0	7,7	5,8	5,5	5,1	7,8	7,4	7,1
NUTRIEN*	17,9	15,8	15,2	8,4	7,8	7,4	14,0	12,7	11,8
MOSAIC	13,1	9,7	8,5	6,0	5,1	4,5	11,4	8,9	7,3
CF INDUSTRIES	22,0	16,5	15,2	8,4	7,1	6,5	16,4	13,2	11,8
GRUPA AZOTY	9,5	8,4	11,1	4,2	3,7	3,9	9,5	8,3	10,1
PUŁAWY	6,8	8,1	13,3	2,9	3,2	4,1	5,1	6,3	10,7
ISRAEL CHEMICALS	13,3	12,2	11,8	7,4	7,0	6,7	11,9	11,1	10,4
MEDIANA	13,1	9,7	11,2	6,7	6,4	5,9	11,4	8,9	10,1
POLICE	9,6	7,8	9,5	5,0	4,2	4,5	9,6	7,5	8,9
POLICE (+kapitał SPV i SPO)	20,5	16,7	20,3	9,6	8,4	9,3	18,4	15,1	18,3
Premia/dyskonto do spółki	-26,8%	-19,8%	-15,4%	-24,8%	-33,8%	-23,6%	-15,3%	-15,9%	-11,8%
Wycena wg wskaźnika	18,6	17,0	16,1	19,2	21,7	18,3	16,7	16,6	15,6
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>17,2</b>			<b>19,7</b>			<b>16,3</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>17,7</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 17.06.2019. \*- Nutrien- spółka powstała z połączenia Potash Corp i Agrium

## WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki za 1Q'19 okazały się zgodne z szacunkami z 25.04.2019, które były wyraźnie powyżej naszych oczekiwań. W strukturze wyników uwagę zwracał wysoki wynik w nawozach (78,2 mln PLN vs 37,1 mln PLN przed rokiem) i słabszy w pigmentach (17,2 mln PLN vs 33,8 mln PLN przed rokiem). Wpływ na to miał dwucyfrowy wzrost wolumenów sprzedaży DAP/NPK (+24% r/r, powyżej oczekiwań i produkcji GUS). Sprzedaż amoniaku spadła o 35% r/r po praktycznie braku produkcji w 4Q'18 (spółka zatrzymała II linię amoniaku przez drogi gaz).

CFO w 1Q'19 wyniósł 19,2 mln PLN a CAPEX 26,9 mln PLN. Dług netto wzrósł do 300,7 mln PLN z 230 mln PLN po 4Q'18 (wpływ rozpoznanego aktywa z tyt. wieczystego użytkowania 52,3 mln PLN- MSSF 16). Całkowity wpływ MSSF 16 na zadłużenie to +64,7 mln PLN.

### Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P szac.	różnica	1Q'19P BDM*	różnica
Przychody	615,0	726,7	18,2%	726,7	0,0%	668,8	8,7%
Wynik brutto na sprzedaży	106,2	128,8	21,2%			123,6	4,2%
EBITDA	68,3	89,7	31,3%	89,7	0,0%	67,0	33,8%
EBITDA Adj.	68,3	89,7	31,3%			67,0	33,8%
EBIT	40,1	59,5	48,4%			37,7	57,7%
Zysk brutto	42,9	61,0	42,2%			36,6	66,6%
Zysk netto	34,0	49,5	45,7%	48,6	1,9%	29,7	66,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,3%	17,7%				18,5%	
Marża EBITDA	11,1%	12,3%		12,3%		10,0%	
Marża EBIT	6,5%	8,2%				5,6%	
Marża zysku netto	5,5%	6,8%		6,7%		4,4%	
P/E 12m	--						
EV/EBITDA adj. 12m	9,1						

Źródło: BDM, spółka

### Konferencja z zarządem po wynikach 1Q'19 (23.05.2019)

Polimery Police	<ul style="list-style-type: none"> <li>- spółka ma problem „nadmiaru chętnych” w projekcie (CEO W. Wardacki);</li> <li>- spółka liczyła na 800-900 mln PLN udziału w projekcie, obecnie ma listy intencyjne na ok. 1 mld PLN (GRI Hyundai i Lotos), a kolejne 2 podmioty analizują zaangażowanie na ok. 700 mln PLN (razem 1,7 mld PLN);</li> <li>- nie ma żadnego zagrożenia dla finansowania projektu;</li> <li>- spółka ma wstępne oferty sprzedaży propanu na 160% zapotrzebowania, 9 podmiotów (zdywersyfikowani), nie ma problemów obecnie z surowcem;</li> <li>- problem z surowcem amerykańskim wynika z większych statków i konieczności pogłębienia portu w Policach;</li> <li>- Puławy nie będą w żaden sposób partycypować w inwestycji (CEO W. Wardacki);</li> </ul>
Otoczenie rynkowe:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- spadki cen nawozów łagodniejsze w Polsce niż benchmarków;</li> <li>- spółka liczy, że dołek cenowy w 2Q'19 zostanie ukształtowany wyżej, konkurencja już podnosi ceny;</li> <li>- biel tytanowa: duży import z Chin;</li> </ul>
Otoczenie rynkowe (sprawozdanie zarządu)	<p>Mocznik- ceny od stycznia do marca obniżone o ok. 14%, globalnie istotny spadek z Chin i Iranu, duże zapotrzebowanie Indii wyhamowało tendencję spadkową;</p> <p>Amoniak- globalna nadwyżka produktowa, w najbliższym czasie otwarcie kolejnej inwestycji 1 mln ton;</p> <p>DAP- słaby popyt w 1Q'19, może wzrosnąć w 2Q'19</p> <p>NPK- słaby popyt w Europie, ale ceny nie uległy obniżkom;</p> <p>Fosforyty: w 3/4Q'18 osłabienie globalnego popytu na DAP/MAP, duża dynamika cen w 2018 roku zatrzymała produkcję DAP w Indiach zwiększając import;</p> <p>Sól potasowa: w 2Q'19 ceny powinny być stabilne a nadwyżka mocy produkcyjnych wchłonięta przez rynek</p> <p>Biel tytanowa- spadki cen przez wzrost importu z Chin do Europy a także niższy popyt. W 2Q'19 trendy te wygasły (lepszy popyt, brak importu) a ceny powinny być utrzymane;</p>
CAPEX	- Polce przygotowują inwestycje do Polimerów (zasilanie, odbiór 17 tys. ton wodoru, infrastruktura);

Źródło: BDM, spółka

**Perspektywy na 2019 rok [mln PLN]**

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P
Przychody	699,5	650,4	531,3	718,4	615,0	630,4	552,1	623,9	726,7	719,9	607,2	753,8	2 599,6	2 421,3	2 807,5
EBITDA	84,0	92,9	44,8	8,8	68,3	25,2	5,9	22,6	89,7	59,5	42,0	64,0	230,5	122,0	255,2
EBITDA adj.	84,0	88,2	44,8	49,7	68,3	25,2	5,9	22,6	89,7	59,5	42,0	64,0	266,8	122,0	255,2
EBIT	59,6	67,6	19,5	-18,3	40,1	-3,2	-22,6	-6,1	59,5	28,9	11,4	33,4	128,4	8,2	133,2
Wynik netto	47,2	54,8	20,0	-13,1	34,0	-46,6	-18,6	1,8	49,5	22,4	8,2	26,3	109,0	-29,5	106,4
Marża EBITDA adj.	12,0%	13,6%	8,4%	6,9%	11,1%	4,0%	1,1%	3,6%	12,3%	8,3%	6,9%	8,5%	10,3%	5,0%	9,1%
Marża EBIT	8,5%	10,4%	3,7%	-2,6%	6,5%	-0,5%	-4,1%	-1,0%	8,2%	4,0%	1,9%	4,4%	4,9%	0,3%	4,7%
Marża netto	6,8%	8,4%	3,8%	-1,8%	5,5%	-7,4%	-3,4%	0,3%	6,8%	3,1%	1,3%	3,5%	4,2%	-1,2%	3,8%

Źródło: BDM, spółka

Od 2Q'19 spółka wchodzi w niską bazę wynikową i nie powinna mieć problemów z poprawą ubiegłorocznych wyników. Wskazujemy na bardzo niskie ceny gazu (-38% r/r) i potencjał dużego wzrostu sprzedaży amoniaku, którego produkcję spółka ograniczała w 2018 roku przez niesprzyjające warunki rynkowe. Ceny nawozów DAP/NPK były tylko nieco niższe niż kwartał wcześniej, ale wyższe niż rok temu. Powinno to prowadzić do wzrostu jednostkowych marż. W przypadku bieli tytanowej oczekujemy kontynuacji spadku rentowności przez gł. niższe ceny (-1% q/q, -10% r/r).

## POLIMERY POLICE

### Historia projektu

W marcu 2015 roku spółka ogłosiła budowę instalacji propylenu w technologii PDH. Surowcem miał być propan, którego ceny są obecnie bardzo niskie w związku z cenami gazu, a produktem propylen. Łącznie spółka miała produkować 400 tys. ton propylenu, z czego ok. 150 tys. dla zakładu w Kędzierzynie (do produkcji OXO). Łączny koszt inwestycji był oceniany na 1,65 mld PLN w formule realizacji „project finance”. Instalacja miała rozpocząć pracę w 2019 roku.

W październiku 2016 roku spółka zweryfikowała wartość projektu na ok. 700 mln USD (ok. 2,7 mld PLN). Wzrost nakładów inwestycyjnych wynikał ze wzrostu tzw. core CAPEX (ok. 530 mln USD, ok. 2 mld PLN) i decyzji o budowie portu i nadbrzeża. Struktura finansowania zakładała 30% finansowania podporządkowanego (kapitał własny i pożyczka podporządkowana) oraz 70% długu uprzywilejowanego. Finansowanie miało zostać dopięte do końca 1Q'17. Podtrzymany został termin uruchomienia na 2019-2020 rok.

W sprawozdaniu rocznym za 2016 rok spółka informowała, że analizuje wariant inwestycji PDH rozszerzonej o produkcję polipropylenu (końcowy produkt przetwórstwa propylenu, ok. 60% zużycia propylenu na świecie), co obniży ryzyko inwestycji. Instalacja PDH miałaby rozpocząć funkcjonowanie na początku 2021 roku.

W czerwcu 2017 roku spółka zdecydowała o rozszerzeniu projektu PDH o produkcję polipropylenu w wysokości 400 tys. ton (możliwość przerobu całego propylenu na polipropylen). Ostateczne decyzje miały zapaść w 4Q'17. Komunikat nie zawierał więcej szczegółów. Na bazie porównywalnych instalacji szacowaliśmy, że koszt projektu wzrośnie o ok. 280 mln USD czyli o kolejny 1 mld PLN (łącznie ok. 3,7 mld PLN).

W październiku 2017 roku spółka opublikowała RB ws. decyzji o rozszerzeniu projektu produkcji propylenu metodą PDH w Policach o wariant polipropylenowy. Przewidywana wartość projektu (budżet) została ustalona na 1,27 mld EUR (ok. 5,3 mld PLN) w tym sam core CAPEX 984 mln EUR i 263 mln EUR kosztów finansowania.

W dniu 19 marca 2019 roku PDH Polska podjęła uchwałę w sprawie zatwierdzenia zakwalifikowania oferenta – Hyundai Engineering jako wstępnie wybranego oferenta w ramach przetargu na zawarcie umowy o kompleksową realizację projektu "Polimery Police". W postępowaniu złożone zostały 3 oferty (Hyundai Engineering, Technip Italy, Tecnimont.). Spółka podała, że wynagrodzenie GRI nie przekroczy 1 mld EUR, a całkowity budżet (+koszty finansowania w okresie budowy i rezerwy) 1,52 mld PLN. Dodatkowo inwestycja ma wymagać do 176 mln EUR finansowania obrotowego w fazie eksploatacji.

Dn. 18.04.2019 Zarząd PDH Polska zatwierdził ostateczny wybór koncernu Hyundai Engineering jako generalnego wykonawcy projektu Polimery Police. Pierwsze prace budowlane mają się rozpocząć w 1Q'20 a zakończyć w 4Q'22.

Dn. 11 maja 2019 roku PDH Polska oraz Hyundai Engineering zawarły umowę o kompleksową realizację projektu "Polimery Police" według formuły "pod klucz" za cenę ryczałtową 992,811 mln EUR w zakresie podstawowym (+35,9 mln EUR w zakresie opcjonalnym). Kary umowne w przypadku opóźnień czy nieosiągnięcia zakładanych parametrów to 10% wartości kontraktu (max 30%). Data rozpoczęcia realizacji zobowiązań została wyznaczona na dzień 1 sierpnia 2019 roku i potrwa 40 miesięcy (do 3 grudnia 2022 roku). Całkowity szacowany budżet projektu wynosi ok. 1,5 mld EUR, z czego ok. 1,2 mld EUR stanowią będą nakłady inwestycyjne wykonawcy, zakup licencji, prace przygotowawcze czy skapitalizowane koszty wynagrodzeń. Na pozostałą kwotę składać się będą nieskapitalizowane koszty funkcjonowania PDH, koszty finansowe w okresie budowy oraz zakładane rezerwy na obsługę zadłużenia oraz na przekroczenie kosztów realizacji projektu, wynikające ze specyfiki finansowania SPV.

### Aktualizacja projektu propylenowego w Policach 2015-2019

	MARZEC'15	PAŹDZIERNIK'16	CZERWIEC'17	PAŹDZIERNIK'17	MARZEC'19	zmiana
Instalacja	PDH	PDH+port/nadbrzeże	PDH+PP+port/nadbrzeże	PDH+PP+port/nadbrzeże+ zbiorniki	PDH+PP+port/nadbrzeże+ zbiorniki	
CAPEX mln USD	432,5	700	980*	1 181	1 269	7,4%
mln PLN	1650	2700	3675*	4 345	4 794	10,3%
mln EUR	394	754	871	1 009	1 118	10,8%
<b>Budżet mln EUR (CAPEX+koszty fin.)</b>				<b>1 272</b>	<b>1 520</b>	<b>19,5%</b>
mln PLN				5 385	6 518	21,1%
Zdolności tys. ton	400 P	400 P	400P+400 PP	400P+400PP	429P+437 PP	
Rok uruchomienia	2019	2019/2020	2021	2022/2023	2022/2023	
Finansowanie	SPV 20/80	SPV 30/70	SPV 30/70*	SPV 50/50	SPV 42/58	
Wymagany kapitał własny [mln PLN]	330	810	1 103	2 172	2 751	
Dług [mln PLN]	1 320	1 890	2 573	2 172	3 799	

Źródło: BDM, spółka. \*- czerwoną czcionką CAPEX/budżet podany przez spółkę.

**Konferencja z zarządem nt. Polimery Police (25.03.2019)**

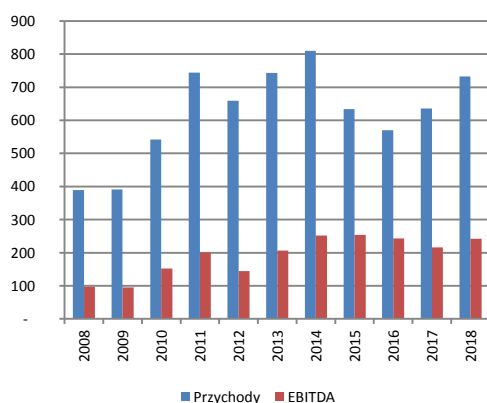
Dn. 25.03.2019 odbyła się konferencja poświęcona omówieniu projektu Polimery police po aktualizacji budżetu. W spotkaniu udział wzięli członkowie zarządów Grupy Azoty, Polic i PDH Polska.

**Finansowanie:**

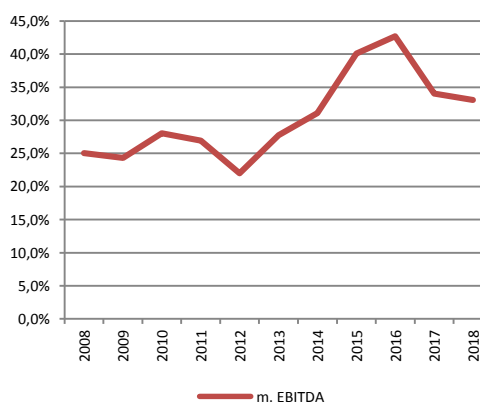
- dotychczas na projekt wydano 70 mln EUR (ok. 300 mln PLN);
- łączne zaangażowanie spółek z Grupy Azoty nie może przekroczyć 1,4 mln PLN;
- dodatkowo Grupa Azoty może pożyczyć do 450 mln PLN w okresie budowy;
- udział kapitału własnego w spółce celowej PDHP na poziomie 40-50% budżetu (1,52 mld EUR, 6,5 mld PLN);
- resztę wkładu własnego, poza spółkami z Grupy Azoty, zapewni udział partnera/partnerów;
- do domknięcia finansowania (partner) potrzeba ok. 1 mld PLN (ok. 200 mln EUR);
- może być to kilku partnerów krajowych czy zagranicznych (mniej niż 5-ciu);
- całkowity budżet projektu 1,52 mld PLN w tym tzw. core CAPEX 1,18 mld EUR+ rezerwy+ koszty finansowania w okresie budowy. Jeśli ryzyka się nie spełnią koszt projektu będzie mniejszy;

**Technologia:**

- najlepsza technologia jaką można kupić;
- koszty gotówkowe (cash costs) propanu w technologii PDH niższe niż z rafinerii, duża elastyczność;
- spółka będzie produkować 20-25 różnych rodzajów propylenu w tym Kopolimery;
- w technologii PDH powstaje wodór (17 tys. ton), który pozwoli zmniejszyć zużycie gazu w instalacjach amoniaku gazu przyczyniając się do redukcji emisji CO<sub>2</sub> w wysokości ok. 100 tys. ton rocznie;
- porównywalna instalacja PDH (giełdowa) saudyjskiej spółki Advanced Petrochemical Co. (instalacja PDH z polipropylenem 450 tys. ton wybudowana 10 lat temu kosztem 750 mln USD, 6 prostych gradów PP). W '18 spółka miała 732 mln USD przychodów i 242 mln USD EBITDA (marża 33%);
- szacowane przychody PDH Polska to 660 mln USD a marża po kosztach zmiennych 340 mln USD;
- spółka zatrudni 350 osób;
- IRR projektu wyższe niż koszt kapitału;
- zdolności produkcyjne 437 tys. PP rocznie podane przy 8000 godz. Co 3 lata instalacje będzie przechodzić remont trwający ok. 2 miesiące;
- nie ma porównywalnych projektów PDH w Europie, 2 są na etapie budowy (Borealis w tej samej technologii OLEFLEX UOP i Ineos- CATOFIN Lummus);

**Advanced Petrochemical [mln USD]**

Źródło: BDM, Bloomberg

**Advanced Petrochemical- marża EBITDA [%]**

Źródło: BDM, Bloomberg

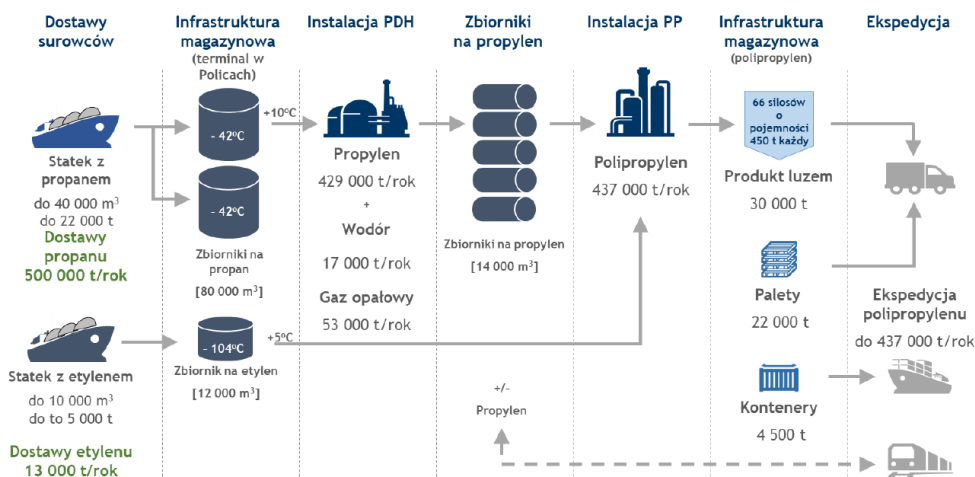
### Opis projektu/technologii

Przedmiotem umowy EPC jest kompleksowa realizacja Projektu Polimery Police, tj. nowego kompleksu petrochemicznego w Policach składającego się z pięciu podprojektów:

- instalacji odwodornienia propanu (PDH),
- instalacji wytwarzania polipropylenu,
- systemu konfekcjonowania, magazynowania, logistyki i spedycji polipropylenu,
- instalacji pomocniczych wraz z połączeniami międzyobiektowymi,
- terminalu przeładunkowo-magazynowego obejmującego urządzenia portowe do rozładunku i magazynowania propanu i etylenu ze statków morskich. Docelowa planowana wydajność Instalacji PDH ma wynosić 400 tys. ton/8000 h propylenu o czystości 99,6 % obj., a Instalacji PP – 400 tys. ton/8000 h polipropylenu różnego typu.

W prezentacji inwestorskiej i RB spółka komunikowała maksymalną zdolność instalacji na 437/429 tys. ton polipropylenu/propylenu przy 8000 godz. Pracy w roku. Instalacja będzie potrzebowała w takich warunkach ok. 500 tys. propanu i 13 tys. etylenu (do produkcji PP).

### Schemat Polimery Police



Źródło: spółka

### Surowce i produkty Polimery Police

schemat marzec 2019				Przeliczniki	
surowce	propan	500	tys. ton	1,17	propan/propylen
	etylen	13	tys. ton	0,03	etylen/polipropylen
półprodukty	propylen	429	tys. ton		
	wodór	17	tys. ton		
produkty	polipropylen(20-25 gradów)	437	tys. ton	0,98	propylen/polipropylen
	wodór	17	tys. ton	0,04	wodór/propylen

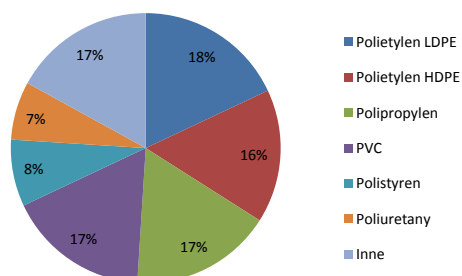
Źródło: spółka

### Rynek

Obecnie ponad 70% propylenu wytwarza się w Europie technologią krakingu parowego. Z rafinerii (FCC) pochodzi mniej niż 30% podaży produktu. Załedwie 3,6% propylenu wytwarza się w technologii PDH (z propanu). Rewolucja łąpkowa w USA zdecydowanie zwiększyła dostępność tego surowca obniżając tym samym ceny i zwiększając konkurencyjność technologii. W Polsce największym i jedynym producentem propylenu (FCC) jest Basell Orlen Polyolefins w Płocku (ok. 480 tys. propylenu głównie do produkcji własnego polipropylenu)

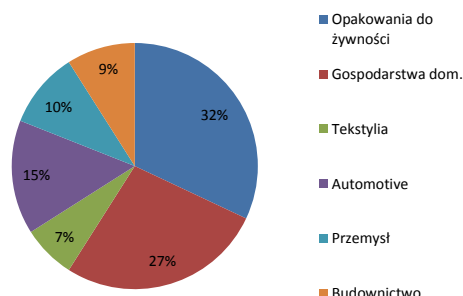
Polipropylen (PP) jest główną pochodną propylenu, stanowiącą ponad 60% konsumpcji tego surowca w Europie Środkowej. Polipropylen jest jednym z dwóch, obok polietylenu, najczęściej stosowanych tworzyw sztucznych. Polipropylen ma bardzo szerokie zastosowanie w branży gł. w branży opakowaniowej, budownictwie czy automotive. Szacuje się, że popyt rośnie w tempie ok. 5% rocznie. W Europie brak planów wzrostu mocy PP. Największym i jedynym producentem PP w Polsce jest Basell Orlen Polyolefins (ok. 500 tys. ton PP). W 2017 roku Polska zaimportowała 435 tys. ton polipropylenu.

Globalny rynek tworzyw sztucznych [%]



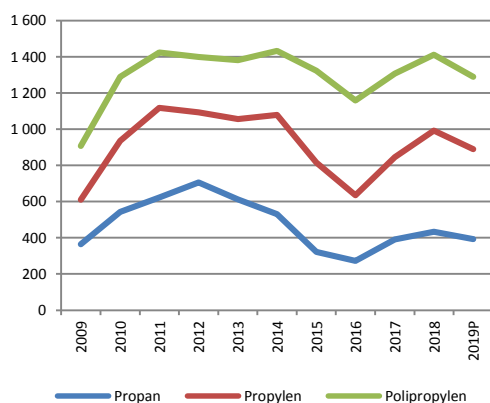
Źródło: BDM, spółka

Globalne zastosowanie polipropylenu [%]



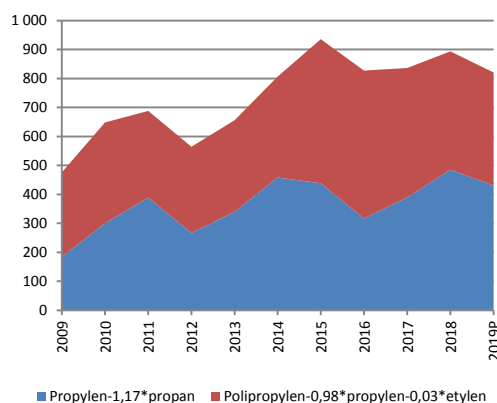
Źródło: BDM, spółka

Notowania propanu, propylenu i polipropylenu [EUR/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, spółka

Spread polipropylen i propylen [EUR/t]



Źródło: BDM, Bloomberg, spółka

### Finansowanie/zadłużenie

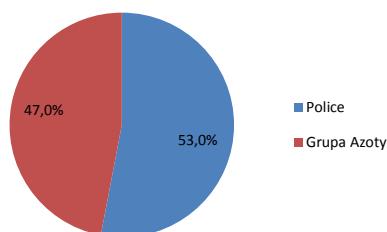
Projekt będzie realizowany poprzez SPV PDH Polska, w której obecnie Police posiadają 53% a Grupa Azoty (bezpośrednio) 47% udziałów. Dotychczas zaangażowano ok. 470 mln PLN w formie emisji akcji PDH Polska (304 mln PLN na koniec 2018 roku).

Spółka na konferencji nt. Polimery Police (25.03.2019) podała, iż udział kapitału własnego SPV wyniesie ok. 42%, a udział zadłużenia bankowego 58%. Wymagać to będzie zaangażowania ok. 2,8 mld PLN kapitału własnego, z czego zaangażowanie spółek z Grupy Azoty nie przekroczy 1,4 mld PLN. W 2019 roku Grupa Azoty ma objąć 66% akcji (726 mln PLN) w nowej emisji Polic z prawem poboru.

Zaangażowanie partnerów wymaga ok. 1,0 mld PLN kapitału. Dotychczas spółka informowała o 2 listach intencyjnych: 10.05.2019 z Generalnym Wykonawcą (Hyundai 80 mln USD) i KIND (50 mln USD), a 26.04.2019 z Lotos (0,5 mld PLN).

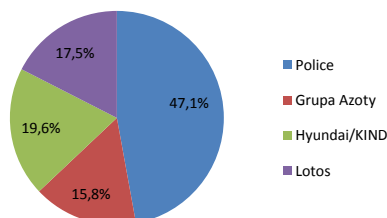
Na konferencji po wynikach 1Q'19 (23.05.2019) prezes W. Wardacki informował, że spółka „rozmawia z dwoma partnerami” ws. zaangażowania w projekt.

**Udziałowcy PDH Polska 2019**



Źródło: BDM, spółka

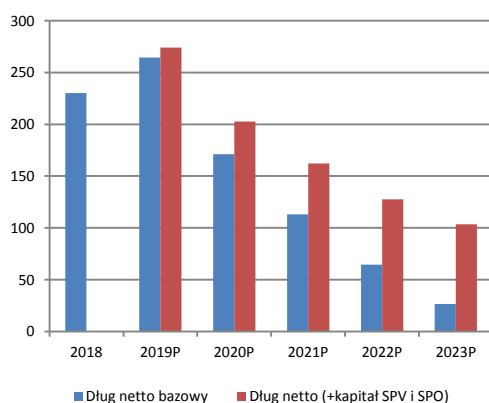
**Udziałowcy PDH Polska 2020P (docelowa struktura)**



Źródło: BDM, spółka, szac. własne

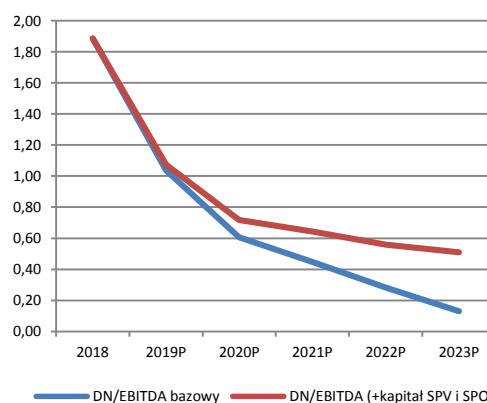
W scenariuszu bazowym Police pozyskują 1,1 mld PLN z emisji akcji (SPO) na zapewnienie wkładu własnego do realizacji projektu Polimery Police. Tym samym bez konsolidacji całego zadłużenia SPV PDH Polska zadłużenie netto powinno utrzymywać się na niskim poziomie.

**Dług netto- warianty [mln PLN]**



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

**Dług netto/EBITDA- warianty [x]**



Źródło: BDM, spółka, szacunki własne



## 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'18	1Q'19	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	489,5	462,8	515,6	528,0
Pszenica [USD/t]	157,8	159,9	167,3	155,4	166,9	182,9	190,2	187,8	179,9	170,1	189,5	194,0
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	51,7	52,3	61,5	67,2	74,7	76,0	68,1	63,9	67,6	60,7	59,4
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	18,3	15,4	16,1	19,1	21,3	21,1	24,7	24,6	18,4	13,1	11,9	18,4
[USD/MMBTU]	5,7	5,0	5,5	6,6	7,7	7,4	8,4	8,2	6,1	4,3	4,0	6,2
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	271,7	271,5	280,0	300,0
DAP [USD/t]	339,0	332,7	325,7	355,3	387,6	398,4	424,2	418,8	386,0	358,8	380,0	410,0
Mocznik [USD/t]	241,0	189,7	204,3	236,7	227,4	224,5	259,2	290,8	243,9	246,1	250,0	260,0
Amoniak [USD/t]	290,0	281,3	196,6	278,1	284,5	229,9	301,7	320,8	269,1	223,0	210,0	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	2 695,0	2 656,3	2 650,0	2 650,0
AdBlue [USD/t]	78,3	61,6	66,4	76,9	73,9	73,0	84,2	94,5	79,3	80,0	81,3	84,5
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	95,0	93,0	86,0	88,0	96,0	98,7	102,3	104,2	105,5	105,5	108,6	117,1
Sól potasowa [USD/t]	218,0	229,0	236,0	238,3	248,0	244,0	249,7	281,3	281,7	280,3	280,0	300,0
Siarka [USD/t]	96,0	93,3	92,0	98,0	112,0	114,7	123,0	137,0	137,0	137,0	127,8	126,1
Ilmenit [USD/t]	248,3	253,3	217,0	221,0	213,7	196,7	196,0	182,0	180,7	182,3	181,9	181,9
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	4,30	4,28	4,29	4,31
USD/PLN	4,06	3,83	3,62	3,59	3,40	3,58	3,70	3,77	3,79	3,81	3,75	3,75
EUR/USD	1,06	1,10	1,17	1,18	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14	1,12	1,14	1,15

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'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P
Przychody	699,3	650,4	531,3	718,6	615,0	630,4	552,1	623,9	726,7	719,9	607,2	753,8
Nawozy	598,1	543,0	421,4	605,0	492,2	510,3	441,7	538,8	613,2	608,3	512,7	651,8
Wieloskładnikowe	393,7	351,0	302,0	411,9	297,6	352,2	304,7	435,7	425,0	436,2	401,5	483,8
NPK	283,7	291,0	249,0	321,9	222,6	299,2	258,3	363,3	306,8	370,0	352,0	402,5
NP&PK&NS	110,0	60,0	53,0	90,0	75,0	53,0	46,5	72,4	118,2	66,2	49,6	81,3
Mocznik	107,3	84,6	70,5	101,3	92,2	93,9	75,1	77,2	118,7	121,1	87,5	100,5
Pozostałe (gł. amoniak)	97,1	107,4	48,9	91,8	102,4	64,3	61,8	25,9	37,3	51,0	23,6	67,5
Pigmenty (gł. biel)	88,9	97,4	98,8	100,7	109,6	109,0	99,6	70,1	101,5	102,5	87,0	92,6
Pozostałe (gł. AdBlue)	12,3	10,0	11,1	12,9	13,2	11,0	10,9	15,0	12,0	9,0	7,4	9,3
Udział												
Nawozy	85,5%	83,5%	79,3%	84,2%	80,0%	81,0%	80,0%	86,4%	84,4%	84,5%	84,4%	86,5%
Wieloskładnikowe	56,3%	54,0%	56,8%	57,3%	48,4%	55,9%	55,2%	69,8%	58,5%	60,6%	66,1%	64,2%
NPK	40,6%	44,7%	46,9%	44,8%	36,2%	47,5%	46,8%	58,2%	42,2%	51,4%	58,0%	53,4%
NP&PK&NS	15,7%	9,2%	10,0%	12,5%	12,2%	8,4%	8,4%	11,6%	16,3%	9,2%	8,2%	10,8%
Mocznik	15,3%	13,0%	13,3%	14,1%	15,0%	14,9%	13,6%	12,4%	16,3%	16,8%	14,4%	13,3%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,9%	16,5%	9,2%	12,8%	16,7%	10,2%	11,2%	4,2%	5,1%	7,1%	3,9%	9,0%
Pigmenty (gł. biel)	12,7%	15,0%	18,6%	14,0%	17,8%	17,3%	18,0%	11,2%	14,0%	14,2%	14,3%	12,3%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,8%	1,5%	2,1%	1,8%	2,1%	1,8%	2,0%	2,4%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%
Zmiana r/r	1,9%	7,5%	-3,1%	24,5%	-12,1%	-3,1%	3,9%	-13,2%	18,2%	14,2%	10,0%	20,8%
Nawozy	-1,2%	7,2%	-7,5%	25,3%	-17,7%	-6,0%	4,8%	-10,9%	24,6%	19,2%	16,1%	21,0%
Wieloskładnikowe	-7,6%	-4,1%	-10,1%	15,3%	-24,4%	0,3%	0,9%	5,8%	42,8%	23,9%	31,8%	11,0%
NPK	-4,6%	11,0%	0,4%	-8,8%	-21,5%	2,8%	3,7%	12,9%	37,8%	23,7%	36,3%	10,8%
NP&PK&NS	-14,5%	-42,3%	-39,6%	1919,5%	-31,8%	-11,7%	-12,4%	-19,5%	57,7%	24,9%	6,7%	12,2%
Mocznik	6,2%	17,2%	13,1%	44,9%	-14,1%	10,9%	6,5%	-23,8%	28,7%	29,1%	16,6%	30,2%
Pozostałe (gł. amoniak)	23,8%	57,5%	-14,6%	65,0%	5,4%	-40,1%	26,6%	-71,8%	-63,5%	-20,7%	-61,8%	160,4%
Pigmenty (gł. biel)	25,0%	14,0%	23,6%	40,6%	23,3%	11,9%	0,8%	-30,4%	-7,4%	-5,9%	-12,6%	32,2%
Pozostałe (gł. AdBlue)	23,3%	-23,5%	-16,6%	-43,7%	7,4%	10,2%	-2,5%	15,8%	-9,0%	-18,2%	-31,5%	-37,7%
EBIT	59,8	67,6	19,5	-18,5	40,1	-3,2	-22,6	-6,1	59,5	28,7	11,3	33,3
Nawozy	46,0	56,0	-4,0	-36,0	15,6	-30,8	-41,0	-9,4	54,9	21,1	4,7	17,8
Pigmenty	14,8	19,3	23,3	18,5	28,8	27,4	16,0	2,4	11,7	9,6	8,9	17,4
Pozostałe	-1,0	-7,8	0,2	-1,0	-4,3	3,8	5,2	6,3	-4,5	-2,0	-2,4	-1,8
Marża EBIT Adj.	8,4%	11,8%	3,6%	5,1%	6,6%	1,0%	-3,9%	0,4%	8,5%	6,7%	5,0%	7,0%
Nawozy	7,6%	10,5%	-0,9%	2,1%	3,2%	-4,6%	-9,3%	-1,3%	8,9%	6,7%	4,7%	5,7%
Pigmenty	16,4%	22,0%	23,4%	24,9%	26,0%	24,7%	16,2%	3,9%	11,5%	9,4%	10,2%	18,8%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	460,4	407,5	327,5	480,7	362,5	382,6	309,6	356,2	394,8	429,6	347,8	415,7
Wieloskładnikowe	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	247,8	283,8	268,7	279,6	252,7	283,8
NPK	222,8	227,3	197,9	263,5	154,6	225,9	217,9	237,4	197,7	237,1	222,3	237,4
NP&PK&NS	74,0	39,9	38,1	76,5	62,1	40,4	29,9	46,4	70,9	42,4	30,5	46,4
Mocznik	101,7	68,4	83,3	79,4	89,5	85,7	59,1	68,5	89,5	90,0	65,0	71,9
Pozostałe (gł. amoniak)	61,9	71,9	8,3	61,3	56,3	30,6	2,7	3,9	36,6	60,0	30,0	60,0
Pigmenty (gł. biel)	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	8,4	6,2	9,7	10,0	8,5	9,0
Pozostałe (gł. AdBlue)	27,0	29,7	32,4	32,8	36,8	29,6	24,4	29,5	28,0	29,6	24,4	29,5
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	296,8	267,1	236,0	340,0	216,7	266,3	247,8	283,8	268,7	279,6	252,7	283,8
Produkcja TiO2 [tys. ton]	10,2	10,1	9,2	8,9	9,6	9,1	8,4	6,2	9,7	10,0	8,5	9,0
Produkcja NH3 [tys. ton]	157,4	141,8	84,6	148,7	139,1	110,4	63,4	75,9	122,9	143,4	94,5	134,0
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	101,6	86,9	77,3	115,0	75,6	86,8	79,4	93,0	92,7	91,1	81,0	93,0
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	203,2	173,8	154,5	230,0	151,1	173,5	158,8	186,1	185,3	182,2	162,0	186,1
Produkcja U [tys. ton]	110,5	78,0	93,8	90,0	101,4	95,3	67,1	78,1	98,6	99,6	73,0	81,5

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	499,0	548,3	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9	567,9
Pszenica [USD/t]	160,1	182,0	183,3	201,4	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7	208,7
Ropa naftowa Brent [USD/bbl]	55,2	71,5	62,9	58,7	58,1	58,2	58,9	59,5	59,9	59,9	59,9	59,9
Gaz spot TTF [EUR/MWh]	17,2	22,9	15,4	18,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
[USD/MMBTU]	5,7	7,9	5,1	6,2	7,1	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Gaz taryfa PGNiG [EUR/MWh]**	22,1											
Ceny benchmarkowych produktów												
Nawozy												
NPK 16-16-16 [USD/t]	243,0	264,5	280,8	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	383,7	430,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0
Mocznik [USD/t]	217,9	250,5	250,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0	280,0
Amoniak [USD/t]	261,5	284,2	250,5	320,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
Pigmenty i pozostałe												
Biel tytanowa [EUR/t]	2 542,1	2 912,1	2 662,8	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0	2 500,0
AdBlue [USD/t]	169,3	167,3	81,3	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0	91,0
Cena benchmarkowych surowców												
Fosforyty [USD/t]	90,5	100,3	109,2	122,9	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6	128,6
Sól potasowa [USD/t]	230,3	255,8	285,5	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	132,0	126,1	125,3	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5	125,5
Ilmenit [USD/t]	234,9	197,1	181,7	170,6	170,6	170,6	170,6	170,6	170,6	170,6	170,6	170,6
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	319,0	339,0	345,8	352,7	359,8	367,0	374,3	381,8	389,4
Waluty												
EUR/PLN	4,26	4,26	4,30	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41
USD/PLN	3,78	3,61	3,78	3,74	3,66	3,57	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
EUR/USD	1,13	1,18	1,14	1,18	1,21	1,23	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26

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
Przychody	2 599,6	2 421,3	2 775,3	3 148,6	3 253,2	3 208,2	3 166,4	3 185,0	3 203,6	3 222,1	3 222,1	3 222,1
Nawozy	2 167,5	1 983,0	2 353,9	2 696,7	2 802,2	2 758,0	2 717,0	2 735,5	2 754,1	2 772,7	2 772,7	2 772,7
Wieloskładnikowe	1 458,6	1 390,2	1 746,5	1 942,7	1 987,5	1 966,9	1 948,0	1 971,6	1 995,3	2 018,9	2 018,9	2 018,9
NPK	1 145,6	1 143,3	1 431,2	1 628,5	1 641,4	1 604,4	1 569,8	1 569,8	1 569,8	1 569,8	1 569,8	1 569,8
NP&PK&NS	313,0	246,9	315,3	314,2	346,1	362,4	378,2	401,9	425,5	449,2	449,2	449,2
Mocznik	363,7	338,4	427,9	419,0	434,8	425,0	415,8	415,8	415,8	415,8	415,8	415,8
Pozostałe (gł. amoniak)	345,3	254,5	179,5	335,0	379,9	366,1	353,1	348,1	343,0	338,0	338,0	338,0
Pigmenty (gł. biel)	385,7	388,2	383,7	414,0	414,0	414,0	414,0	414,0	414,0	414,0	414,0	414,0
Pozostałe (gł. AdBlue)	46,4	50,1	37,8	37,9	37,1	36,2	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
Udział												
Nawozy	83,4%	81,9%	84,8%	85,6%	86,1%	86,0%	85,8%	85,9%	86,0%	86,1%	86,1%	86,1%
Wieloskładnikowe	56,1%	57,4%	62,9%	61,7%	61,1%	61,3%	61,5%	61,9%	62,3%	62,7%	62,7%	62,7%
NPK	44,1%	47,2%	51,6%	51,7%	50,5%	50,0%	49,6%	49,3%	49,0%	48,7%	48,7%	48,7%
NP&PK&NS	12,0%	10,2%	11,4%	10,0%	10,6%	11,3%	11,9%	12,6%	13,3%	13,9%	13,9%	13,9%
Mocznik	14,0%	14,0%	15,4%	13,3%	13,4%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%
Pozostałe (gł. amoniak)	13,3%	10,5%	6,5%	10,6%	11,7%	11,4%	11,2%	10,9%	10,7%	10,5%	10,5%	10,5%
Pigmenty (gł. biel)	14,8%	16,0%	13,8%	13,1%	12,7%	12,9%	13,1%	13,0%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%
Pozostałe (gł. AdBlue)	1,8%	2,1%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Zmiana r/r	7,5%	-6,9%	14,6%	13,4%	3,3%	-1,4%	-1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%
Nawozy	5,7%	-8,5%	18,7%	14,6%	3,9%	-1,6%	-1,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,0%	0,0%
Wieloskładnikowe	-1,8%	-4,7%	25,6%	11,2%	2,3%	-1,0%	-1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	0,0%	0,0%
NPK	-1,3%	-0,2%	25,2%	13,8%	0,8%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NP&PK&NS	-3,6%	-21,1%	27,7%	-0,3%	10,2%	4,7%	4,4%	6,3%	5,9%	5,6%	0,0%	0,0%
Mocznik	19,1%	-7,0%	26,5%	-2,1%	3,8%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. amoniak)	33,0%	-26,3%	-29,5%	86,6%	13,4%	-3,6%	-3,5%	-1,4%	-1,5%	-1,5%	0,0%	0,0%
Pigmenty (gł. biel)	25,2%	0,6%	-1,2%	7,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pozostałe (gł. AdBlue)	-21,9%	8,0%	-24,5%	0,3%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	128,4	8,2	132,8	158,5	127,9	104,4	79,5	88,5	220,6	229,1	228,6	227,7
Nawozy	62,1	-65,5	98,5	117,3	84,9	66,1	46,1	53,6	184,4	191,6	191,4	191,0
Pigmenty	75,9	74,6	47,6	47,0	48,7	45,1	41,2	42,7	44,1	45,4	45,4	45,3
Pozostałe	-9,6	11,0	-10,7	-5,7	-5,7	-6,7	-7,8	-7,8	-7,9	-7,9	-8,3	-8,6
Marża EBIT Adj.	7,3%	1,1%	7,0%	7,7%	7,7%	7,1%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Nawozy	5,1%	-2,8%	6,7%	7,4%	7,4%	6,9%	6,2%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	6,9%
Pigmenty	21,8%	19,1%	12,4%	11,3%	11,8%	10,9%	10,0%	10,3%	10,6%	11,0%	11,0%	10,9%
Pozostałe												
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1676	1411	1588	1720	1771	1783	1796	1808	1820	1833	1833	1833
Wieloskładnikowe	1140	1015	1085	1158	1174	1190	1206	1222	1238	1254	1254	1254
NPK	912	836	895	950	950	950	950	950	950	950	950	950
NP&PK&NS	228	179	190	208	224	240	256	272	288	304	304	304
Mocznik	333	303	316	324	344	344	344	344	344	344	344	344
Pozostałe (gł. amoniak)	203	94	187	238	253	249	246	242	239	235	235	235
Pigmenty (gł. biel)	38	33	37	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pozostałe (gł. AdBlue)	122	120	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
Produkcja NPK/DAP [tys. ton]	1 157,6	1 047,3	1 084,8	1 158,0	1 174,0	1 190,0	1 206,0	1 222,0	1 238,0	1 254,0	1 254,0	1 254,0
wykorzystanie mocy	87,7%	79,3%	82,2%	87,7%	88,9%	90,2%	91,4%	92,6%	93,8%	95,0%	95,0%	95,0%
Produkcja bieli tytanowej [tys. ton]	38,6	34,8	37,2	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
wykorzystanie mocy	92,9%	96,4%	87,1%	93,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Produkcja NH3 [tys. ton]	614,9	413,0	494,8	558,6	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0	588,0
wykorzystanie mocy	105%	70%	84%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Produkcja H3PO4 [tys. ton]	374,9	326,4	357,8	382,8	390,3	397,8	405,3	412,8	420,4	427,9	427,9	427,9
wykorzystanie mocy	78%	68%	75%	80%	81%	83%	84%	86%	88%	89%	89%	89%
Produkcja H2SO4 [tys. ton]	750,7	689,4	715,6	765,5	780,6	795,6	810,6	825,7	840,7	855,8	855,8	855,8
wykorzystanie mocy	74%	68%	70%	75%	77%	78%	79%	81%	82%	84%	84%	84%
Produkcja U [tys. ton]	372,4	341,9	352,7	360,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0
wykorzystanie mocy	93%	85%	88%	90%	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>2018</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	1 637,0	1 733,7	1 735,8	1 735,5	1 733,6	1 730,3	1 728,0	1 726,5	1 725,8	1 725,2	1 724,6
Wartości niematerialne i prawne	34,0	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8
Rzeczowe aktywa trwałe	1 407,3	1 472,1	1 504,0	1 506,1	1 505,8	1 503,9	1 500,6	1 498,3	1 496,8	1 496,1	1 495,5	1 494,9
Aktywa obrotowe	639,0	731,4	698,3	800,6	816,7	787,3	718,3	652,0	697,8	727,6	727,8	727,7
Zapasy	253,1	315,8	273,0	306,1	316,3	311,9	307,8	309,7	311,5	313,3	313,3	313,3
Należności krótkoterminowe	201,3	192,6	222,0	247,6	255,4	252,1	248,9	250,3	251,7	253,1	253,1	253,1
Inwestycje krótkoterminowe	145,0	160,2	140,6	184,1	182,2	160,5	98,7	29,2	71,9	98,4	98,6	98,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	145,0	160,2	140,6	184,1	182,2	160,5	98,7	29,2	71,9	98,4	98,6	98,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 165,9</b>	<b>2 368,4</b>	<b>2 432,0</b>	<b>2 536,4</b>	<b>2 552,2</b>	<b>2 520,9</b>	<b>2 448,6</b>	<b>2 379,9</b>	<b>2 424,3</b>	<b>2 453,4</b>	<b>2 452,9</b>	<b>2 452,2</b>
Kapitał (fundusz) własny	1 154,8	1 086,4	1 192,8	1 280,9	1 336,4	1 383,7	1 419,6	1 472,5	1 513,2	1 538,7	1 538,2	1 537,5
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	365,9	336,4	400,3	478,6	543,3	597,6	640,8	673,5	691,4	691,4	691,4
Zysk (strata) netto okresu	109,0	-29,5	106,4	130,6	107,7	90,5	72,1	81,7	89,7	97,3	96,8	96,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 044,2	1 168,5	1 126,6	1 142,9	1 103,2	1 024,5	916,3	794,8	798,4	802,1	802,1	802,1
Rezerwy na zobowiązania	137,0	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5	138,5
Zobowiązania długoterminowe	296,7	331,3	311,3	291,3	251,3	201,3	121,3	26,2	26,2	26,2	26,2	26,2
-oprocentowane	267,6	305,1	285,1	265,1	225,1	175,1	95,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	610,4	698,6	676,7	713,0	713,4	684,6	656,5	630,1	633,7	637,3	637,3	637,3
-oprocentowane	119,4	85,3	120,0	90,0	70,0	50,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 165,9</b>	<b>2 368,4</b>	<b>2 432,0</b>	<b>2 536,4</b>	<b>2 552,2</b>	<b>2 520,9</b>	<b>2 448,6</b>	<b>2 379,9</b>	<b>2 424,3</b>	<b>2 453,4</b>	<b>2 452,9</b>	<b>2 452,2</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018</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	2 421,3	2 807,5	3 148,6	3 253,2	3 208,2	3 166,4	3 185,0	3 203,6	3 222,1	3 222,1	3 222,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 128,0	2 131,4	2 323,0	2 593,4	2 680,7	2 657,7	2 639,2	2 644,4	2 649,8	2 655,3	2 652,1	2 649,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	471,6	289,9	484,5	555,2	572,6	550,5	527,2	540,6	553,8	566,8	570,0	573,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	280,7	273,4	292,6	313,1	321,3	322,6	324,2	328,6	333,1	337,7	341,5	345,3
Zysk (strata) na sprzedaży	190,9	16,5	191,9	242,1	251,3	227,9	203,0	211,9	220,6	229,1	228,6	227,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-62,5	-8,2	-58,7	-83,6	-123,5	-123,5	-123,5	-123,5	-123,5	-123,5	-123,5	-123,5
EBITDA	230,5	122,0	255,2	282,4	251,8	228,3	203,2	211,9	220,4	228,8	228,2	227,3
EBIT	128,4	8,2	133,2	158,5	127,9	104,4	79,5	88,5	97,2	105,7	105,1	104,3
Saldo działalności finansowej	-14,8	-61,6	-13,5	-8,7	-6,3	-4,2	-2,0	0,9	2,2	3,0	3,0	3,0
Zysk (strata) brutto	126,6	-41,1	131,3	161,3	133,0	111,7	89,0	100,8	110,8	120,1	119,5	118,7
Zysk (strata) netto	109,0	-29,5	106,4	130,6	107,7	90,5	72,1	81,7	89,7	97,3	96,8	96,1

Źródło: BDM S.A.

### Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-6,9%	15,9%	12,1%	3,3%	-1,4%	-1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-47,1%	109,2%	10,6%	-10,8%	-9,3%	-11,0%	4,3%	4,0%	3,8%	-0,3%	-0,4%
EBIT zmiana r/r	-93,6%	1517,5%	19,0%	-19,3%	-18,3%	-23,8%	11,2%	9,8%	8,7%	-0,5%	-0,8%
Zysk netto zmiana r/r	-127,0%	-461,1%	22,8%	-17,6%	-16,0%	-20,4%	13,3%	9,9%	8,4%	-0,5%	-0,7%
Marża brutto na sprzedaży	12,0%	17,3%	17,6%	17,6%	17,2%	16,6%	17,0%	17,3%	17,6%	17,7%	17,8%
Marża EBITDA	5,0%	9,1%	9,0%	7,7%	7,1%	6,4%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Marża EBIT	0,3%	4,7%	5,0%	3,9%	3,3%	2,5%	2,8%	3,0%	3,3%	3,3%	3,2%
Marża brutto	-1,7%	4,7%	5,1%	4,1%	3,5%	2,8%	3,2%	3,5%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża netto	-1,2%	3,8%	4,1%	3,3%	2,8%	2,3%	2,6%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
COGS / przychody	88,0%	82,7%	82,4%	82,4%	82,8%	83,4%	83,0%	82,7%	82,4%	82,3%	82,2%
SG&A / przychody	11,3%	10,4%	9,9%	9,9%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%
SG&A / COGS	12,8%	12,6%	12,1%	12,0%	12,1%	12,3%	12,4%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%
ROE	-2,7%	8,9%	10,2%	8,1%	6,5%	5,1%	5,5%	5,9%	6,3%	6,3%	6,3%
ROA	-1,2%	4,4%	5,2%	4,2%	3,6%	2,9%	3,4%	3,7%	4,0%	3,9%	3,9%
Dług	390,4	405,1	355,1	295,1	225,1	125,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	25,3%	27,2%	22,9%	18,7%	14,4%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	16,5%	16,7%	14,0%	11,6%	8,9%	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	35,9%	34,0%	27,7%	22,1%	16,3%	8,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	230,2	264,5	171,0	112,9	64,6	26,4	-29,2	-71,9	-98,4	-98,6	-98,5
Dług netto / kapitał własny	21,2%	22,2%	13,3%	8,4%	4,7%	1,9%	-2,0%	-4,7%	-6,4%	-6,4%	-6,4%
Dług netto / EBITDA	1,9	1,0	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBIT	27,9	2,0	1,1	0,9	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
EV	1 227,7	1 262,0	1 168,5	1 110,4	1 062,1	1 023,9	968,3	925,6	899,1	898,9	899,0
Dług / EV	31,8%	32,1%	30,4%	26,6%	21,2%	12,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	8,1%	6,4%	4,5%	3,9%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	186,0%	126,1%	101,7%	99,8%	98,5%	97,3%	98,1%	98,8%	99,4%	99,5%	99,5%
Amortyzacja / Przychody	4,4%	5,1%	4,4%	3,9%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	-3,0%	1,7%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	40,1%	12,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-	-
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E*	-	9,6	7,8	9,5	11,3	14,2	12,5	11,4	10,5	10,5	10,6
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE*	12,1	4,5	4,0	4,4	4,8	5,2	5,0	4,8	4,6	4,6	4,7
EV/EBITDA*	10,2	5,0	4,2	4,5	4,8	5,2	4,7	4,3	4,0	4,0	4,1
EV/EBIT*	151,8	9,6	7,5	8,9	10,4	13,2	11,2	9,8	8,7	8,8	8,8
EV/S*	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	14,5	15,9	17,1	17,8	18,4	18,9	19,6	20,2	20,5	20,5	20,5
EPS	-0,4	1,4	1,7	1,4	1,2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
CEPS	1,1	3,1	3,4	3,1	2,9	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9
FCFPS	0,4	1,7	1,4	1,1	0,9	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1
DPS w okresie	0,53	0,00	0,57	0,70	0,57	0,48	0,38	0,65	0,96	1,30	1,29
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 13,6 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

**Krzysztof Brymora**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny, energetyka

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analitik 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>Trzymaj</b>	<b>14,2</b>	<b>Redukuj</b>	<b>14,8</b>	<b>17.06.2019</b>	<b>10:15 CEST</b>	<b>13,6</b>	<b>59 167,2</b>
Redukuj	14,8	Redukuj	15,3	28.02.2019	10:44 CEST	17,0	59 969,6
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 wahać 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 2Q'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	1	11%	0	0%
Akumuluj	5	56%	0	0%
Trzymaj	2	22%	0	0%
Redukuj	1	11%	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 otrzymują 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 wahanom 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 działań 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 instrumentie 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 17.06.2019 roku (10:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.06.2019 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 wycytane 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 nietrafne. 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 17.06.2019 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 jakiejkolwiek 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 zaistnieć 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.