



Dom Maklerski BDM S.A.

## PUŁAWY

### RAPORT ANALITYCZNY

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ponad 40% i surowiec ten jest obecnie tańszy niż był rok temu. Z drugiej strony zrealizowane ceny nawozów, po rozczarującym okresie 2-3Q'18, powinny zmniejszać dyskonto do obserwowanych benchmarków w Europie. Zwracamy uwagę, że Puławy to największy konsument gazu w Grupie Azoty z rocznym zużyciem ok. 11 TWh (blisko 60% w kosztach surowcowych). W naszej opinii dynamika zmian nie została jeszcze w pełni odzwierciedlenia w przyszłych wynikach (szczególnie w 1Q'19) i wycenie spółki. Mając na uwadze, że 1Q to najlepszy sezonowo kwartał w roku, podnosimy zalecenie dla spółki z trzymaj do KUPUJ z ceną docelową 138 PLN/akcję.

Spółka rozczarowała wynikami za 2-3Q'18, co wynikało z braku podwyżek cen nawozów w otoczeniu wysokich i rosnących kosztów gazu. Nałożyła się na to słaba sytuacja popytowa determinowana niesprzyjającą pogodą w 1-2Q'18.

Zrealizowane ceny nawozów były najniższe w 2Q'18. Od tego czasu widzimy systematyczny wzrost cen, a jego kulminacja powinna przypaść na 1Q'19, sezonowo najlepszy kwartał w roku. W 3-4Q'18 będzie on jeszcze zbyt mały aby zrównoważyć wzrost kosztów gazu. Przy niższej cenie surowca pojawia się perspektywa bardzo dobrych wyników w 1Q'19.

W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

W Europie zmienność cen gazu w roku determinuje gł. pogoda. Wyraźnie większe zapotrzebowanie obserwuje się w 4Q-1Q, co przekłada się na najwyższe ceny w tym okresie. Obecnie ciepła zima to gł. powód spadku kosztów gazu.

W 2020 roku możliwości importowe gazu z Rosji wzrosną o 55 mld m3 (Nord Stream II). Do 2021 roku możliwości eksportowe gazu z USA wzrosną z ok. 50 mld m3 do ok. 90 mld m3 gazu (LNG). Przypadnie to na okres zmniejszania zapotrzebowania Japonii (największy importer) na LNG w związku ze stopniowym uruchamianiem bloków jądrowych zatrzymanych po katastrofie w Fukushima. Ceny gazu powinny więc być konkurencyjne.

Ryzykiem po 2022 roku jest rozbudowa zdolności produkcyjnych nawozów saletranych w Anwil (+495 kt), która przypadnie na okres zwiększania wydajności własnych linii Puław (+230 kt). Z pozytywów dostrzegamy istotny wpływ potencjalnej ustawy o rekompensatach kosztów CO2 w branży energochłonnej (MPIT). Projekt ustawy został opublikowany w lutym'19.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	3 345,1	3 490,9	3 528,9	3 817,9	4 038,5	4 067,4
EBITDA [mln PLN]	489,6	498,1	261,4	448,3	523,6	477,9
EBITDA adj. [mln PLN]	504,0	520,1	268,2	448,3	523,6	477,9
EBIT [mln PLN]	302,8	301,8	51,5	221,9	284,6	232,8
Wynik netto [mln PLN]	272,1	259,8	64,7	188,4	239,2	197,8
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E	7,4	7,8	31,3	10,8	8,5	10,2
EV/EBITDA	2,6	2,6	6,2	3,7	3,2	3,4
EV/EBIT	4,2	4,3	31,3	7,5	5,9	7,1
DY	9,9%	8,1%	4,2%	3,2%	5,6%	7,1%

## KUPUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 138 PLN

28 LUTEGO 2019, 10:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	123
Wycena porównawcza [PLN]	153
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>138</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>30,5%</b>
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	106
Kapitalizacja [mln PLN]	2 026,2
Ilość akcji [mln. szt.]	19,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	117
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	64
Stopa zwrotu za 3 mc	39,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	6,0%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%

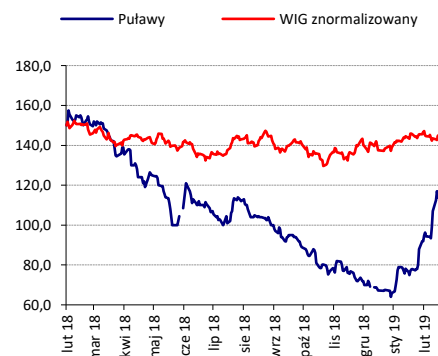
Krzysztof Brymora

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
PONAD 40-PROCENTOWY SPADEK CEN GAZU .....	3
W KRÓTKIM TERMINIE MOŻLIWA KOREKTA, ALE... ..	4
... W DŁUGIM TERMINIE WYRAŻNA NADPODAŻ GAZU .....	4
ATRAKCYJNA WYCENA RYNKOWA.....	6
NOWE ZDOLNOŚCI PRODUKCYJNE ANWIL RYZYKIEM PO 2022 ROKU .....	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
PROGNOZY NA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	12
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027 .....	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	17

## 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 123 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 153 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 138 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	123
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	153

**Wycena spółki [PLN]** **138**

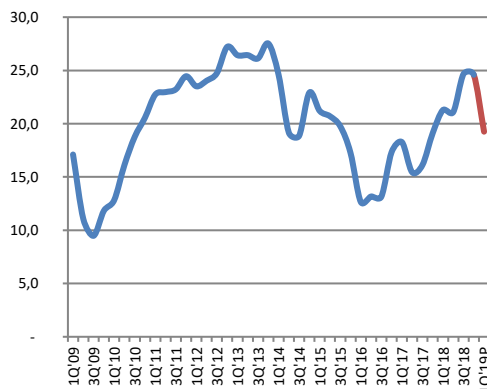
Źródło: BDM S.A.

### Ponad 40-procentowy spadek cen gazu

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ponad 40% i obecnie notowane są istotnie niżej r/r. Na przecenę wpływ miała cieplejsza zima w Europie i Azji (LNG), a także spadek kosztów CO2 pogarszający „atrakcyjność” gazu w generacji energii elektrycznej.

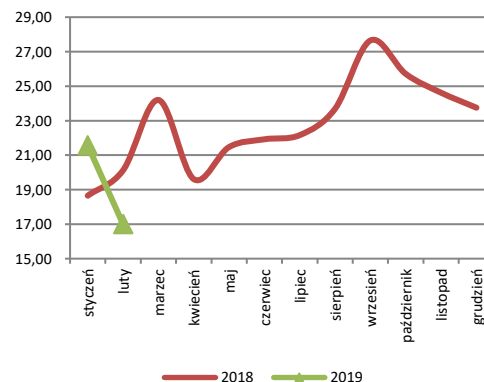
Zwracamy uwagę, że największym konsumentem gazu w Grupie Azoty są zakłady w Puławach (ok. 11 TWh), a surowiec ten stanowi blisko 60% w kosztach materiałowych (przy 36% dla Grupy Azoty).

Gaz TTF DA 1Q'09-1Q'19P [EUR/MWh]



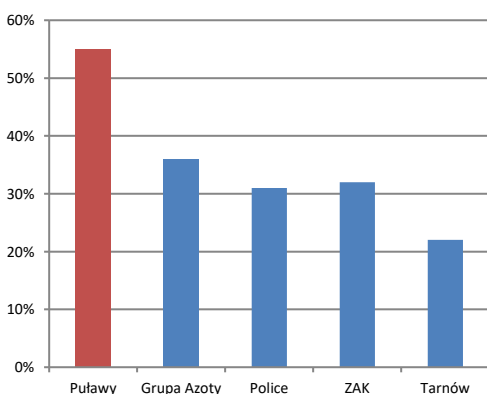
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Gaz TTF DA 2019-2018 [EUR/MWh]



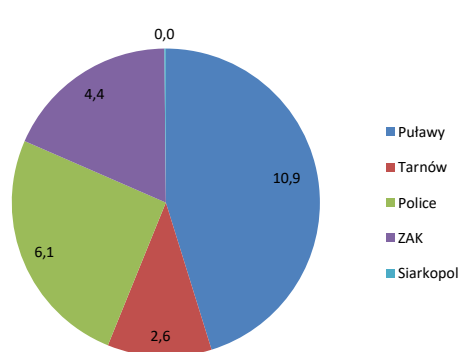
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Udział gazu w kosztach materiałowych w 2017 roku



Źródło: BDM S.A., spółka.

Zużycie gazu w podziale na spółki 2017 [TWh]

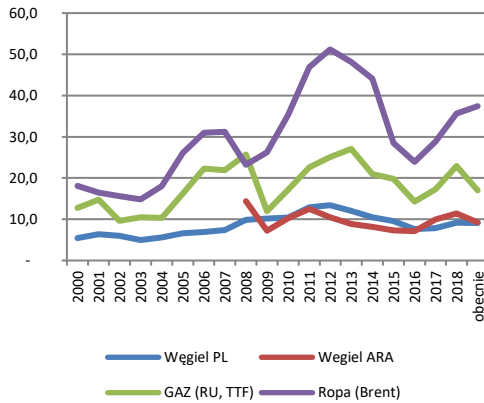


Źródło: BDM S.A., spółka. Razem ok. 24 TWh.

### W krótkim terminie możliwa korekta, ale...

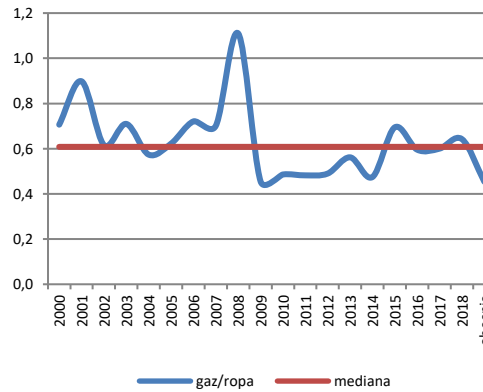
W ostatnich tygodniach zauważamy istotną dysproporcję między notowaniami gazu w Europie a innymi, dostępnymi nośnikami energii (węgiel i ropa), co rodzi ryzyko korekty.

#### Ceny surowców energetycznych [EUR/MWh]



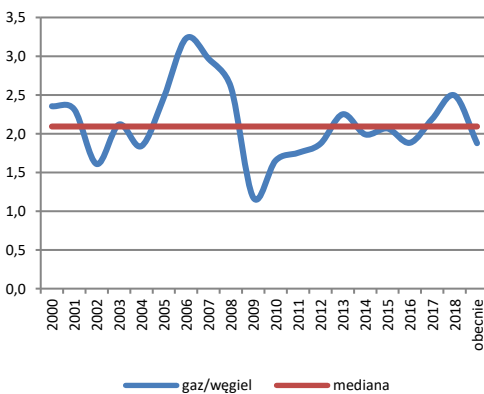
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

#### Długoterminowa relacja cen gazu do ropy Brent\*



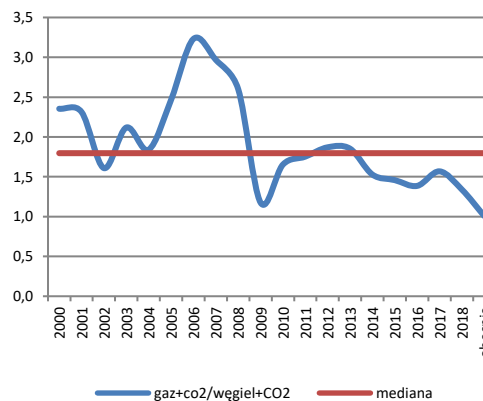
Źródło: BDM S.A. \*- gaz w Europie/notowania Brent w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

#### Długoterminowa relacja cen gazu do węgla ARA\*



Źródło: BDM S.A. \*- gaz w Europie/notowania ARA w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

#### Długoterminowa relacja cen gazu do węgla ARA+CO2\*



Źródło: BDM S.A. \*- gaz w Europie (+0,35 CO2)/notowania ARA(+0,76 CO2) w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

### ... w długim terminie wyraźna nadpodaż gazu

W latach 2007-2018 popyt na gaz w Europie spadał w tempie 0,5% rocznie (CAGR, wg danych EIA). W najbliższych latach oczekiwana jest kontynuacja tego trendu z podobną dynamiką (prognozy IEA, Gazprom).

W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

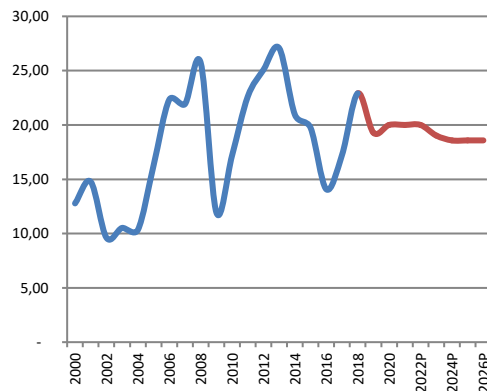
W Europie zmienność cen gazu w roku determinuje gł. pogoda. Wyraźnie większe zapotrzebowanie obserwuje się w 4Q-1Q, co przekłada się na najwyższe ceny w tym okresie.

W 2020 roku możliwości importowe gazu z Rosji (II największy producent na świecie) wzrosną o 55 mld m<sup>3</sup> (Nord Stream II). Do 2021 roku możliwości eksportowe gazu z USA (LNG, obecnie największy producent gazu na świecie) wzrosną z ok. 50 mld m<sup>3</sup> do ok. 90 mld m<sup>3</sup> gazu. W 2017 roku USA wyprodukowały 760 mld m<sup>3</sup> gazu.

Obecnie największym importerem gazu na świecie jest Japonia (115 mld m<sup>3</sup> w 2017 roku). Po katastrofie w Fukushima w 2011 roku tamtejsze reaktory jądrowe (wszystkie !) zostały wyłączone, co gwałtownie zwiększyło zapotrzebowanie na źródła rezerwowe (gaz). Do 2011 roku ok. 30% produkcji energii elektrycznej

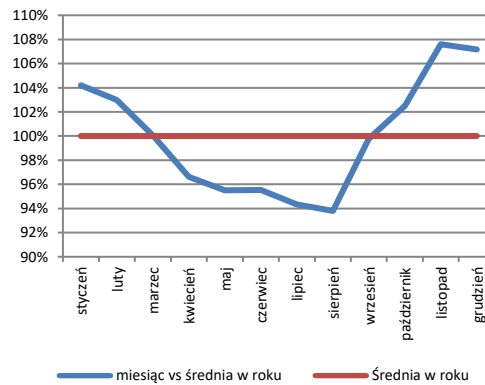
pochodziło z atomu. W 2016 roku aż 40% stanowił gaz. Obecnie reaktory jądrowe są stopniowo uruchamiane, co powinno istotnie zmniejszać popyt na gaz.

### Historyczne i prognozowane ceny gazu w EU [EUR/MWh]



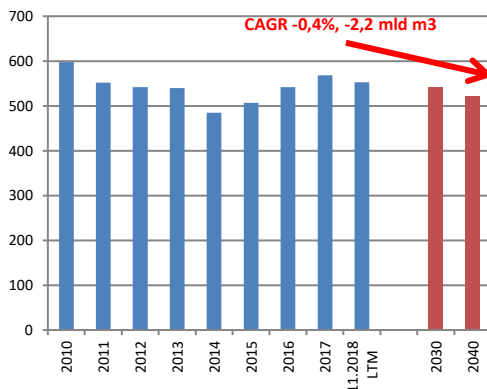
Źródło: BDM S.A. Na podstawie krzywej futures i szacunków własnych.

### Sezonowość cen gazu w Europie\* [%]



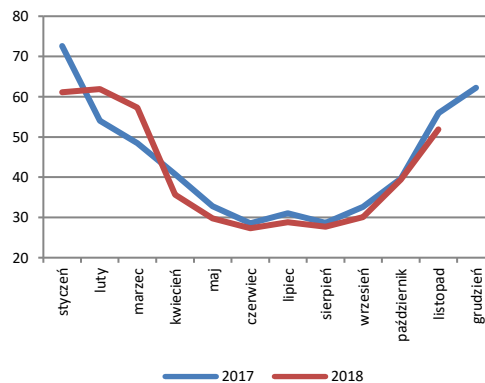
Źródło: BDM S.A. Średnia z miesięcznych notowań TTF w 2013-2018 w relacji do średniej rocznej.

### Popyt na gaz w Europie [mld m3]



Źródło: BDM S.A. Gazprom, IEA (państwa OECD)

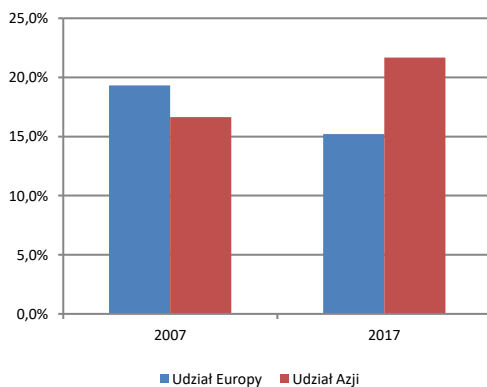
### Popyt na gaz w Europie\* 2017-2018 [mld m3]



Źródło: BDM S.A., IEA (państwa OECD)

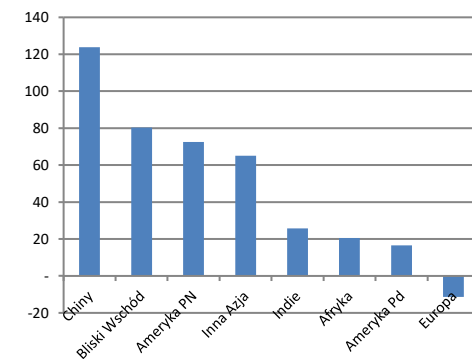
Udział Europy w światowej konsumpcji gazu spada na rzecz Azji. Rośnie znaczenie LNG. W najbliższych latach Chiny staną się największym importerem gazu, a największy wzrost zapotrzebowania ma dotyczyć przemysłu (IEA 2018).

### Udział Europy i Azji w światowym zużyciu gazu [%]



Źródło: BDM S.A., IEA

### Prognozowany wzrost popytu na gaz 2023-2017 [mld m3]



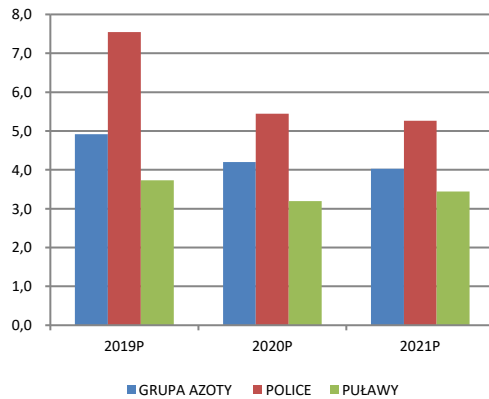
Źródło: BDM S.A., IEA

### Atrakcyjna wycena rynkowa

Puławy to obecnie najtańsza spółka w Grupie Azoty, z EV/EBITDA '19-'21 <4,0x.

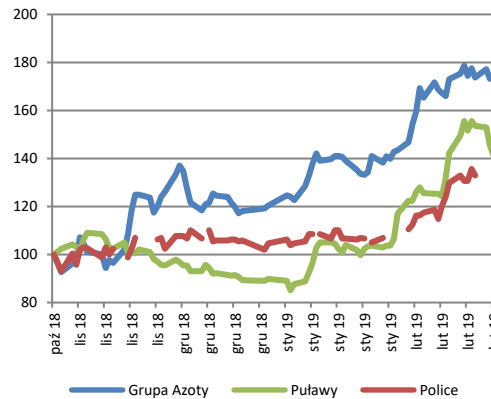
Od dołka w październiku kurs akcji Puław zyskał ok. 40% przy ponad 70% zwrocie w przypadku Grupy Azoty. Uważamy, że efekt niższych cen gazu nie został jeszcze w pełni odzwierciedlony w wycenie spółki.

#### Prognozowana EV/EBITDA [x]



Źródło: BDM S.A.

#### Kursy akcji Grupy Azoty, Polic i Puław od 31.10.18\*



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. \*-znormalizowane do 100.

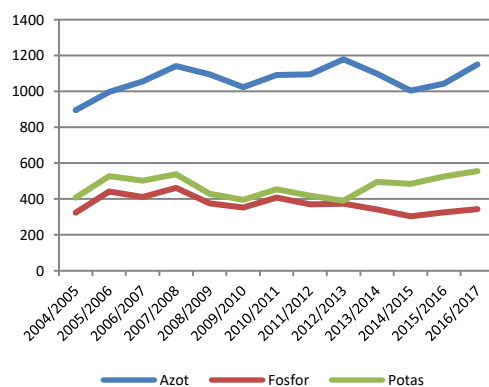
### Nowe zdolności produkcyjne Anwil ryzykiem po 2022 roku

W październiku 2018 Anwil oficjalnie poinformował o inwestycji zwiększającej zdolności produkcyjne nawozów saletrzanych o 430 tys. ton (w grudniu '18 informacje o 495 tys. ton) do końca 2021 roku.

Generalnie rynek nawozowy rośnie na świecie w tempie ok. 1,5%, a w Polsce ok. 2% rocznie (CAGR 2004-2017), co związane jest ze wzrostem wydajności w rolnictwie. Przy utrzymaniu podobnego tempa wzrostu do 2022 roku daje to potencjał wzrostu krajowego rynku o ok. 100 tys. ton (w przeliczeniu na czysty azot) czyli ok. 350 tys. ton gotowego produktu.

Zdolności nawozowe rozbudowują również Puławy z Grupy Azoty. Do 2023 roku ma to być ok. 240 tys. ton więcej saletry amonowej (łącznie >700 tys. ton podaży). Takiej nadwyżki produkcji krajowy rynek raczej nie wchłonie. Zwiększy się więc konkurencja, a produkt trafi na i tak już całkiem duży eksport.

#### Konsumpcja nawozów w Polsce [tys. ton]\*



Źródło: BDM S.A. , \*- w przeliczeniu na czysty składnik

#### Produkcja nawozów w Polsce [tys. ton]\*



Źródło: BDM S.A. , \*- w przeliczeniu na czysty składnik

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Ryzyko wzrostu cen surowców (gazu i węgla)

Spółka jest największym konsumentem gazu i węgla w Grupie Azoty (największa elektrociepłownia). Gaz stanowi ok. 55% kosztów zużycia materiałów i energii (ok. 30% przychodów), a węgiel ok. 8% (ok. 4% przychodów). 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 i CO<sub>2</sub> 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).

### ▪ Ryzyko wzrostu zdolności produkcyjnych w regionie

Anwil w grudniu'18 poinformował o wzroście zdolności produkcyjnych o ok. 500 tys. ton nawozów saletranych (+50% obecnych zdolności) do końca 2022 roku. Do 2023 roku Puławy z rozbudowanych instalacji produkcyjnych będą mogły wyprodukować do 230 tys. ton więcej saletry amonowej. Potencjał wzrostu rynku w tym okresie oceniamy na 350-400 tys. ton. Tym samym istotnie zwiększy się konkurencja a nawozy trafiają gł. na eksport. Może to wpłynąć na ceny, czego nie zakładamy.

### ▪ Ryzyko wzrostu cen uprawnień emisyjnych

Spółka ma największą ekspozycję na koszty praw emisyjnych. Obecnie koszt emisji wzrósł do ok. 20EUR/t ze średniego poziomu 5,8 EUR/t w '17.

Szacujemy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie ok. 1,2-1,5 mln uprawnień emisyjnych CO<sub>2</sub> w ramach ETS III (do 2020). W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 20 EUR/t, co będzie generować koszty rzędu 130 mln PLN rocznie (>200 mln PLN po 2020 roku). Istnieje jednak ryzyko dalszego wzrostu cen uprawnień wskutek działań KE.

### ▪ Rewizja dotychczasowej polityki inwestycyjnej

Spółka zrezygnowała z gazowej EC400 kosztem węglowej EC100, co odebraliśmy pozytywnie. Obecnie realizowane są 2 inwestycje zwiększające moce produkcyjne nawozów (granulacja mechaniczna+ NKA). Przy silnym bilansie (0,5 mld PLN gotówki netto) możliwe jest zaangażowanie w inne projekty inwestycyjne, których nie zakładamy.

### ▪ Ryzyko korporacyjne, niski free float

Grupa Azoty z uwagi na potrzeby kapitałowe, niski free float (4,0%) i chęć pozostawienia spółki na giełdzie (brak squeeze out, kwestie społeczne) mogłaby podjąć decyzję o emisji akcji z pozbawieniem prawa poboru na realizację dużych, strategicznych projektów, co negatywnie odbiłoby się na wycenie spółki.

### ▪ Ryzyko związków zawodowych i przerostu zatrudnienia

Na koniec 2017 roku w spółce pracowało 4,8 tys. ludzi z tego aż 1,6 tys. na stanowiskach nierobotniczych. 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. Niemniej pracownicy Puław zarabiają najlepiej w Grupie Azoty, dlatego większej presji na podwyżki oczekujemy w pozostałych spółkach Grupy.

## 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

W Puławach obciążenie podstawowych ciągów nawozowych jest bliskie bądź chwilowo przekracza nominalne zdolności. Obecnie dociążana jest linia kaprolaktamu (po uruchomieniu PA6 w Tarnowie). Wąskie gardła całego procesu produkcyjnego to instalacja saletry amonowej, amoniaku i kwasu azotowego (problemy znikną po zakończeniu inwestycji w NKA i granulację po 2020 roku).

#### Ceny produktów/surowców/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 tworzyw i melaminy 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 program inwestycyjny (osobny rozdział). Na 2018 rok zarząd sygnalizował wydatki na poziomie 600 mln PLN wobec 400 mln PLN w 2017 roku. Po 3Q'18 plan ten uległ obniżeniu. W 2018 roku oczekujemy ok. 450 mln PLN CAPEX. W kolejnych latach powinno być mniej. Największe inwestycje to granulacja mechaniczna i nowy kwas azotowy. Wciąż nierozstrzygnięty pozostaje projekt węglowej EC100 (budżet 890 mln PLN), czego nie zakładamy w wycenie.

#### ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 20 EUR/EUA, co będzie generować koszty rzędu ok. 130 mln PLN rocznie do 2020 roku.

Po 2020 roku uwzględniamy ETSIV (2020-2030), w którym prawdopodobnie spółka dostanie jedynie 30% bezpłatnych praw emisyjnych (obecnie ok. 60%). Przy cenie 20 EUR/t zwiększy to roczne koszty do >200 mln PLN).

#### Dywidenda

Z zysku za 2017 rok spółka wypłaciła 85 mln PLN dywidendy (DPS 4,46 PLN przy propozycji zarządu 5,94 PLN). Dało to ok. 30% ubiegłorocznego zysku. Strategia GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2018-2019 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła ok. 60% (DY 3-6%).

#### Ustawa dot. rekompensat wzrostu kosztów CO2

W lutym 2019 pojawił się projekt ustawy o „systemie rekompensat dla sektorów i podsektorów energochłonnych” (MPiT), która miałaby ograniczyć wzrost kosztów z tyt. emisji w branży energochłonnej (obejmuje produkcję m.in. nawozów i chemikaliów). Budżet potencjalnej ustawy to 540-818 mln PLN (w'19-'20). Na ten moment nie uwzględniamy pozytywnych skutków tego projektu. Puławy byłyby jej największym beneficjentem (duża produkcja emisyjnego amoniaku).

#### Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2019-2028 przyjęliśmy na poziomie 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 19 115 tys. akcji.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 0%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 28 lutego 2018.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,4 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 123 PLN.**



**Model DCF**

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 490,9	3 817,9	4 038,5	4 067,4	4 091,3	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4
EBIT [mln PLN]	323,9	221,9	284,6	232,8	239,6	267,5	264,8	261,1	258,7	257,1	256,1
Stopa podatkowa	16%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	53,1	42,2	54,1	44,2	45,5	50,8	50,3	49,6	49,2	48,8	48,7
NOPLAT [mln PLN]	270,8	179,8	230,6	188,5	194,0	216,7	214,5	211,5	209,6	208,2	207,4
Amortyzacja [mln PLN]	196,2	226,4	239,0	245,2	247,9	250,6	252,6	254,1	255,2	255,8	256,1
CAPEX [mln PLN]	-403,8	-400,9	-355,4	-272,5	-283,1	-277,1	-273,0	-268,9	-264,9	-260,8	-256,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,7	-13,9	-10,6	-1,4	-1,1	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	61,6	-8,6	103,5	159,8	157,7	191,6	194,1	196,7	199,9	203,2	206,8
DFCF [mln PLN]		-8,0	88,3	125,0	113,2	126,2	117,3	109,0	101,6	94,8	88,5
Suma DFCF [mln PLN]		955,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 297,3		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		983,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 939,2									
Dług netto [mln PLN]*		-415,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>2 355,1</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]**</b>		<b>123,2</b>									

Przychody zmiana r/r	8,2%	5,8%	0,7%	0,6%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	281,1%	28,3%	-18,2%	2,9%	11,7%	-1,0%	-1,4%	-0,9%	-0,6%	-0,4%	
FCF zmiana r/r	-	-	54,4%	-1,3%	21,5%	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	
Marża EBITDA	11,7%	13,0%	11,8%	11,9%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%	
Marża EBIT	5,8%	7,0%	5,7%	5,9%	6,6%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	
Marża NOPLAT	4,7%	5,7%	4,6%	4,7%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	
CAPEX / Przychody	10,5%	8,8%	6,7%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	
CAPEX / Amortyzacja	177,1%	148,7%	111,1%	114,2%	110,6%	108,1%	105,8%	103,8%	102,0%	100,3%	
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A. prognozowany DN z końca 2018 roku. \*\* - bez uwzględniania EC100

**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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	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	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: 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	125,0	130,7	137,7	146,7	158,4	174,4	197,4	233,6	298,8
	0,8	119,2	124,2	130,3	137,9	147,6	160,7	178,9	206,3	251,9
	0,9	114,0	118,3	123,6	130,1	138,3	149,1	163,8	185,1	218,4
	1,0	109,2	113,0	117,6	123,2	130,2	139,2	151,2	168,1	193,3
	1,1	104,8	108,2	112,2	117,1	123,1	130,7	140,6	154,2	173,7
	1,2	100,8	103,8	107,3	111,5	116,7	123,2	131,5	142,6	158,1
	1,3	97,1	99,7	102,8	106,5	111,0	116,6	123,6	132,8	145,3

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%	131,3	137,9	146,2	156,8	171,0	190,8	220,5	270,0	369,1
	4,0%	119,2	124,2	130,3	137,9	147,6	160,7	178,9	206,3	251,9
	5,0%	109,2	113,0	117,6	123,2	130,2	139,2	151,2	168,1	193,3
	6,0%	100,8	103,8	107,3	111,5	116,7	123,2	131,5	142,6	158,1
	7,0%	93,7	96,0	98,8	102,0	105,9	110,7	116,7	124,4	134,6
	8,0%	87,5	89,4	91,6	94,2	97,2	100,8	105,2	110,7	117,8
	9,0%	82,2	83,8	85,5	87,5	89,9	92,7	96,0	100,1	105,2

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%	179,3	171,1	163,6	156,8	150,6	144,8	139,5	134,6	130,1
	4,0%	161,3	152,6	144,8	137,9	131,6	125,9	120,7	115,9	111,5
	5,0%	146,7	137,9	130,1	123,2	117,1	111,5	106,5	102,0	97,9
	6,0%	134,6	125,9	118,2	111,5	105,6	100,3	95,6	91,4	87,5
	7,0%	124,5	115,9	108,5	102,0	96,4	91,4	86,9	82,9	79,4
	8,0%	115,9	107,5	100,3	94,2	88,8	84,0	79,9	76,1	72,8
	9,0%	108,5	100,3	93,4	87,5	82,4	77,9	74,0	70,5	67,4

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 Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,9 mld PLN, co odpowiada 153 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 106 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z istotnym dyskontem, ponad 40% do konkurentów. Jest to obecnie najtańsza spółka z branży i sektora nawozowego (nawet rosyjskie podmioty handlowane są przy wskaźnikach 5-6x EBITDA).

### 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
POLICE	20,5	11,1	11,2	7,5	5,4	5,3	18,5	10,2	10,0
ISRAEL CHEMICALS	15,2	14,1	13,6	8,2	7,8	7,3	13,0	12,1	11,2
MEDIANA	14,2	11,0	10,1	7,4	6,0	5,6	12,8	9,9	9,2
PUŁAWY	10,8	8,5	10,2	3,7	3,2	3,4	7,5	5,9	7,1
Premia/dyskonto do spółki	-24,1%	-22,8%	1,4%	-49,3%	-46,9%	-38,3%	-41,3%	-41,0%	-23,0%
Wycena wg wskaźnika	139,6	137,2	104,5	191,2	183,2	159,5	167,5	166,7	131,7
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>127,1</b>			<b>177,9</b>			<b>155,3</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>153,5</b>							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 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;
- niską bazę wynikową pod względem wolumenów sprzedaży (w 4Q'17 – 11% r/r);
- wzrost benchmarkowych, średnich cen nawozów mocznik/RSM/AN o 12%/30%/10% q/q i 23%/40%/11% r/r. Spadek notowań kaprolaktamu o 3% q/q (0% 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. 90% r/r spadek 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 dodatnią EBITDA segmentu);
- potencjalnie słabszy wolumen w części tworzywowej (efekt słabej koniunktury w automotiv po wprowadzeniu nowych testów spalinowych- WLTP- od września'18);

### 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	901,8	930,9	3,2%	3 490,9	3 528,9	1,1%	3 817,9	8,2%	4 038,5	5,8%
Wynik brutto na sprzedaży	207,2	173,8	-16,1%	819,6	581,7	-29,0%	864,5	48,6%	961,5	11,2%
EBITDA	133,1	59,8	-55,1%	498,1	261,4	-47,5%	448,3	71,5%	523,6	16,8%
EBITDA adj.	132,0	59,8	-54,7%	520,1	261,4	-49,7%	448,3	71,5%	523,6	16,8%
EBIT	81,5	7,8	-90,5%	301,8	51,5	-82,9%	221,9	331,2%	284,6	28,3%
Zysk brutto	75,3	10,9	-85,5%	308,8	74,4	-75,9%	232,5	212,7%	295,3	27,0%
Zysk netto	64,9	8,8	-86,4%	259,8	64,7	-75,1%	188,4	191,2%	239,2	27,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	23,0%	18,7%		23,5%	16,5%		22,6%		23,8%	
Marża EBITDA adj.	14,6%	6,4%		14,9%	7,4%		11,7%		13,0%	
Marża EBIT	9,0%	0,8%		8,6%	1,5%		5,8%		7,0%	
Marża zysku netto	7,2%	0,9%		7,4%	1,8%		4,9%		5,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

### 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
<b>Główne założenia</b>												
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 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									
<b>Ceny produktów</b>												
<b>Nawozy</b>												
Saletra amonowa [EUR/t]	290,3	250,0	234,2	278,8	277,4	254,5	283,5	310,5	300,0	300,0	300,0	300,0
RSM [USD/t]	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	147,7	191,2	179,1	178,7	178,2	183,3
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
siarczan amonu [USD/t]	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	132,9	142,0	140,0	130,1	125,5	125,3
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
<b>Chemia</b>												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 087,4	2 147,5	2 132,8	2 154,8	2 086,8	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Melamina [EUR/t]	1 441,7	1 491,7	1 533,3	1 569,3	1 620,0	1 650,0	1 655,0	1 635,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
<b>Cena surowców</b>												
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
Benzen [EUR/t]	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	754,4	640,6	598,1	624,5	617,4	607,7
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 [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
<b>Waluty</b>												
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., \*\* - 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>	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	838,6	930,9	974,7	936,7	964,2	942,3
<b>Nawozy</b>	598,8	453,6	450,6	502,0	505,8	470,3	461,6	490,8	520,0	513,8	523,6	489,3
Sialetra amonowa	270,2	158,6	191,7	252,7	231,6	220,5	209,0	294,4	264,3	212,9	247,9	291,4
RSM	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	89,3	89,2	107,6	147,2	120,9	88,4
Mocznik Pulrea	76,0	125,1	136,8	122,5	145,3	61,3	75,4	57,7	77,9	54,1	54,8	55,9
Siarczan amonu/ATS	26,2	15,7	16,9	5,6	20,6	23,5	18,7	19,8	23,4	21,8	21,0	20,9
NPK	54,0	51,0	45,0	55,0	39,0	48,9	69,2	29,8	46,8	77,8	78,9	32,7
<b>Chemia</b>	364,7	296,5	317,3	356,4	353,3	345,6	344,1	396,8	399,2	386,4	405,9	409,6
Kaprołaktam	141,0	87,0	109,0	124,0	120,0	117,6	33,1	125,5	143,8	145,1	145,8	146,4
Melamina	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	161,3	160,6	159,3	149,1	154,0	155,9
Mocznik Pulnox	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	71,8	77,5	67,3	64,5	74,3	75,1
<b>Udział</b>												
<b>Nawozy</b>	59,7%	57,6%	56,5%	55,7%	55,6%	55,4%	55,1%	52,7%	53,3%	54,9%	54,3%	51,9%
Sialetra amonowa	26,9%	20,1%	24,0%	28,0%	25,4%	26,0%	24,9%	31,6%	27,1%	22,7%	25,7%	30,9%
RSM	10,0%	13,1%	7,5%	7,3%	7,6%	13,7%	10,7%	9,6%	11,0%	15,7%	12,5%	9,4%
Mocznik Pulrea	7,6%	15,9%	17,1%	13,6%	16,0%	7,2%	9,0%	6,2%	8,0%	5,8%	5,7%	5,9%
Siarczan amonu/ATS	2,6%	2,0%	2,1%	0,6%	2,3%	2,8%	2,2%	2,1%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
NPK	5,4%	6,5%	5,6%	6,1%	4,3%	5,8%	8,3%	3,2%	4,8%	8,3%	8,2%	3,5%
<b>Chemia</b>	36,4%	37,6%	39,8%	39,5%	38,8%	40,7%	41,0%	42,6%	41,0%	41,2%	42,1%	43,5%
Kaprołaktam	14,1%	11,0%	13,7%	13,8%	13,2%	13,9%	3,9%	13,5%	14,7%	15,5%	15,1%	15,5%
Melamina	11,9%	13,7%	14,8%	14,5%	14,5%	14,9%	19,2%	17,2%	16,3%	15,9%	16,0%	16,6%
Mocznik Pulnox	6,9%	8,5%	6,9%	7,7%	7,2%	7,0%	8,6%	8,3%	6,9%	6,9%	7,7%	8,0%
<b>Zmiana r/r</b>	5,5%	-2,5%	12,3%	3,0%	-9,2%	7,7%	5,1%	3,2%	7,0%	10,3%	15,0%	1,2%
<b>Nawozy</b>	-9,6%	-3,0%	10,7%	-4,8%	-15,5%	3,7%	2,4%	-2,2%	2,8%	9,3%	13,4%	-0,3%
Sialetra amonowa	-7,5%	-1,3%	34,0%	9,1%	-14,3%	39,0%	9,0%	16,5%	14,1%	-3,4%	18,7%	-1,0%
RSM	17,5%	-1,2%	-18,4%	0,5%	-30,8%	12,7%	48,3%	34,6%	55,0%	26,7%	35,3%	-0,8%
Mocznik Pulrea	-46,5%	101,0%	151,7%	23,0%	91,1%	-51,0%	-44,9%	-52,9%	-46,4%	-11,7%	-27,4%	-3,1%
Siarczan amonu/ATS	26,2%	-54,1%	110,6%	55,6%	-21,6%	49,5%	10,4%	251,6%	13,7%	-7,3%	12,6%	5,5%
NPK	-16,9%	-3,8%	-30,8%	-17,9%	-27,8%	-4,2%	53,9%	-45,8%	19,9%	59,3%	14,0%	9,8%
<b>Chemia</b>	44,8%	1,8%	18,0%	19,0%	-3,1%	16,6%	8,4%	11,3%	13,0%	11,8%	18,0%	3,2%
Kaprołaktam	98,6%	-5,4%	51,4%	36,3%	-14,9%	35,2%	-69,6%	1,2%	19,8%	23,3%	340,4%	16,6%
Melamina	19,0%	-6,9%	8,3%	11,0%	10,9%	17,2%	36,7%	22,6%	20,7%	17,8%	-4,5%	-2,9%
Mocznik Pulnox	35,3%	28,8%	1,9%	21,1%	-4,3%	-10,7%	30,6%	12,3%	2,0%	7,9%	3,4%	-3,1%
<b>Wolumeny [tys. ton]</b>												
<b>Nawozy</b>	554,9	517,9	463,5	419,6	486,1	591,8	477,5	447,5	509,3	522,5	516,1	455,6
Sialetra amonowa	215,1	150,4	192,3	214,2	199,7	203,3	171,3	220,6	203,7	162,6	188,4	220,6
RSM	156,0	192,4	131,4	114,2	126,4	209,7	140,6	108,5	139,0	188,7	154,7	109,6
Mocznik Pulrea	87,5	68,1	49,8	52,7	78,8	54,5	55,2	52,7	78,8	54,5	55,2	52,7
Siarczan amonu/ATS	47,5	36,2	40,8	11,5	44,7	55,0	37,9	37,0	43,9	43,9	43,9	43,9
NPK	48,8	70,7	49,3	27,0	36,6	69,3	72,5	28,8	43,9	72,8	73,9	28,8
<b>Chemia</b>	102,4	97,2	95,6	100,5	97,8	90,8	101,1	107,6	108,4	103,6	114,2	110,2
Kaprołaktam	16,4	7,3	15,5	5,7	6,0	3,8	3,6	14,0	16,6	16,6	16,6	16,6
Melamina	23,1	20,8	22,1	24,1	23,8	22,0	22,6	22,9	23,8	22,0	22,6	22,9
Mocznik Pulnox	63,0	69,1	58,1	70,7	68,0	65,0	74,9	70,7	68,0	65,0	74,9	70,7
<b>Produkcja NH3 [tys. ton]</b>	330,6	288,5	282,8	287,1	298,1	306,7	274,6	296,0	319,7	299,4	306,0	300,1

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak

**Główne założenia roczne**

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Główne założenia</b>												
Pszonica [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
Pszonica [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 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											
<b>Ceny produktów</b>												
<b>Nawozy</b>												
Saletra amonowa [EUR/t]	263,3	281,5	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
RSM [USD/t]	130,1	150,1	179,8	189,5	186,4	184,3	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5
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
siarczan amonu [USD/t]	125,0	132,5	130,2	126,7	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8
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
<b>Chemia</b>												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 102,5	2 130,5	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Melamina [EUR/t]	1 509,0	1 640,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0	1 550,0
<b>Cena surowców</b>												
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
Benzen [EUR/t]	762,0	718,3	611,9	622,7	583,8	559,0	541,5	542,3	544,2	544,2	544,2	544,2
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 [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
<b>Waluty</b>												
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	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	3 490,9	3 528,9	3 817,9	4 038,5	4 067,4	4 091,3	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	3 490,9
<b>Nawozy</b>	2 005,0	1 928,6	2 046,6	2 166,8	2 206,6	2 240,9	2 221,8	2 221,8	2 221,8	2 221,8	2 221,8	2 005,0
Saletra amonowa	873,2	955,4	1 016,5	1 043,6	1 095,8	1 150,6	1 150,6	1 150,6	1 150,6	1 150,6	1 150,6	873,2
RSM	329,9	364,1	464,1	503,3	494,9	489,5	484,6	484,6	484,6	484,6	484,6	329,9
Mocznik Pulrea	460,4	339,7	242,7	262,8	256,2	249,9	244,0	244,0	244,0	244,0	244,0	460,4
Siarczan amonu/ATS	64,5	82,5	87,1	93,3	94,6	92,3	90,1	90,1	90,1	90,1	90,1	64,5
NPK	205,0	186,9	236,2	263,7	265,1	258,6	252,5	252,5	252,5	252,5	252,5	205,0
<b>Chemia</b>	1 334,9	1 439,8	1 601,1	1 701,6	1 690,6	1 680,2	1 670,5	1 670,5	1 670,5	1 670,5	1 670,5	1 334,9
Kapolaktam	461,0	396,3	581,0	628,0	628,0	628,0	628,0	628,0	628,0	628,0	628,0	461,0
Melamina	476,0	580,5	618,3	639,7	639,7	639,7	639,7	639,7	639,7	639,7	639,7	476,0
Mocznik Pulnox	260,0	275,1	281,2	303,7	296,0	288,7	281,9	281,9	281,9	281,9	281,9	260,0
<b>Udział</b>												
<b>Nawozy</b>	57,4%	54,7%	53,6%	53,7%	54,3%	54,8%	54,7%	54,7%	54,7%	54,7%	54,7%	57,4%
Saletra amonowa	25,0%	27,1%	26,6%	25,8%	26,9%	28,1%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	25,0%
RSM	9,5%	10,3%	12,2%	12,5%	12,2%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	9,5%
Mocznik Pulrea	13,2%	9,6%	6,4%	6,5%	6,3%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	13,2%
Siarczan amonu/ATS	1,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	1,8%
NPK	5,9%	5,3%	6,2%	6,5%	6,5%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,9%
<b>Chemia</b>	38,2%	40,8%	41,9%	42,1%	41,6%	41,1%	41,1%	41,1%	41,1%	41,1%	41,1%	38,2%
Kapolaktam	13,2%	11,2%	15,2%	15,6%	15,4%	15,4%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	13,2%
Melamina	13,6%	16,4%	16,2%	15,8%	15,7%	15,6%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	13,6%
Mocznik Pulnox	7,4%	7,8%	7,4%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,4%
<b>Zmiana r/r</b>	4,4%	1,1%	8,2%	5,8%	0,7%	0,6%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%
<b>Nawozy</b>	-2,9%	-3,8%	6,1%	5,9%	1,8%	1,6%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%
Saletra amonowa	5,5%	9,4%	6,4%	2,7%	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%
RSM	0,1%	10,4%	27,5%	8,4%	-1,7%	-1,1%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Mocznik Pulrea	28,5%	-26,2%	-28,5%	8,3%	-2,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	28,5%
Siarczan amonu/ATS	-3,4%	28,0%	5,5%	7,2%	1,4%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,4%
NPK	-18,0%	-8,8%	26,4%	11,7%	0,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-18,0%
<b>Chemia</b>	20,1%	7,9%	11,2%	6,3%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,1%
Kapolaktam	41,4%	-14,0%	46,6%	8,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	41,4%
Melamina	7,4%	22,0%	6,5%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,4%
Mocznik Pulnox	21,5%	5,8%	2,2%	8,0%	-2,5%	-2,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,5%
<b>Wolumeny [tys. ton]</b>												
<b>Nawozy</b>	1956	2003	2003	2039	2094	2153	2172	2192	2213	2236	2261	1956
Saletra amonowa	772	795	775	775	814	855	855	855	855	855	855	772
RSM	594	585	592	592	592	592	592	592	592	592	592	594
Mocznik Pulrea	258	241	241	241	241	241	241	241	241	241	241	258
Siarczan amonu/ATS	136	175	176	196	196	196	196	196	196	196	196	136
NPK	196	207	219	235	251	269	287	308	329	352	377	196
<b>Chemia</b>	396	397	436	441	441	441	441	441	441	441	441	396
Kapolaktam	45	27	67	70	70	70	70	70	70	70	70	45
Melamina	90	91	91	92	92	92	92	92	92	92	92	90
Mocznik Pulnox	261	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279	261
<b>Produkcja NH3 [tys. ton]</b>	1 189,0	1 175,3	1 225,2	1 232,2	1 211,8	1 229,1	1 229,1	1 229,1	1 229,1	1 229,1	1 229,1	1 189,0
wykorzystanie mocy	106%	104%	109%	110%	108%	109%	109%	109%	109%	109%	109%	106%
<b>Produkcja HNO3 [tys. ton]</b>	984,0	996,6	985,5	985,5	1 016,1	1 048,2	1 048,2	1 048,2	1 048,2	1 048,2	1 048,2	984,0
wykorzystanie mocy	98%	100%	99%	99%	102%	105%	105%	79%	79%	79%	79%	98%
<b>Produkcja AN [tys. ton]</b>	1 247,2	1 263,1	1 249,0	1 249,0	1 287,8	1 328,5	1 328,5	1 328,5	1 328,5	1 328,5	1 328,5	1 247,2
wykorzystanie mocy	113%	115%	114%	114%	100%	103%	99%	99%	99%	99%	99%	113%
<b>Produkcja U [tys. ton]</b>	1 177,6	1 184,8	1 186,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 190,2	1 177,6
wykorzystanie mocy	97%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	97%

Źródło: BDM S.A. spółka. Prognozy BDM S.A. NH3-amoniak, HNO3- kwas azotowy, AN- saletra amonowa, U- mocznik



**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

Bilans [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	2 546,3	2 797,1	2 971,7	3 088,1	3 115,4	3 150,7	3 177,1	3 197,6	3 212,4	3 222,1	3 227,1	3 227,7
Wartości niematerialne i prawne	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3
Rzeczowe aktywa trwałe	2 275,9	2 526,8	2 701,3	2 817,7	2 845,0	2 880,3	2 906,8	2 927,2	2 942,0	2 951,7	2 956,7	2 957,4
Aktywa obrotowe	1 712,1	1 358,6	1 366,0	1 420,3	1 453,1	1 508,5	1 540,7	1 517,5	1 499,3	1 487,4	1 480,9	1 479,4
Zapasy	385,0	343,1	371,2	392,6	395,4	397,8	395,0	395,0	395,0	395,0	395,0	395,0
Należności krótkoterminowe	468,2	503,3	544,5	576,0	580,1	583,5	579,4	579,4	579,4	579,4	579,4	579,4
Inwestycje krótkoterminowe	763,7	416,9	355,0	356,4	382,2	431,9	471,0	447,9	429,6	417,7	411,2	409,7
-środki pieniężne i ekwiwalenty	762,7	415,8	354,0	355,3	381,2	430,9	470,0	446,8	428,6	416,7	410,2	408,7
Aktywa razem	4 258,4	4 155,7	4 337,7	4 508,4	4 568,5	4 659,2	4 717,8	4 715,1	4 711,6	4 709,4	4 707,9	4 707,1
Kapitał (fundusz) własny	3 192,8	3 172,2	3 295,9	3 422,1	3 476,4	3 562,2	3 626,7	3 623,9	3 620,5	3 618,3	3 616,8	3 616,0
Kapitał (fundusz) podstawowy	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2	191,2
Kapitał (fundusz) zapasowy	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7	237,7
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 504,3	2 678,8	2 678,8	2 754,1	2 849,8	2 928,9	2 969,8	2 969,8	2 969,8	2 969,8	2 969,8	2 969,8
Zysk (strata) netto okresu	259,8	64,7	188,4	239,2	197,8	204,5	228,1	225,3	221,9	219,7	218,2	217,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 064,8	983,8	1 042,1	1 086,6	1 092,5	1 097,3	1 091,5	1 091,5	1 091,5	1 091,5	1 091,5	1 091,5
Rezerwy na zobowiązania	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5	229,5
Zobowiązania długoterminowe	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
-oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	793,2	712,2	770,5	815,0	820,9	825,7	819,9	819,9	819,9	819,9	819,9	819,9
-oprocentowane	48,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	4 258,4	4 155,7	4 337,7	4 508,4	4 568,5	4 659,2	4 717,8	4 715,1	4 711,6	4 709,4	4 707,9	4 707,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	3 490,9	3 528,9	3 817,9	4 038,5	4 067,4	4 091,3	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4	4 062,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 671,3	2 947,2	2 953,4	3 077,0	3 066,2	3 074,3	3 012,4	3 007,5	3 003,4	2 997,8	2 991,2	2 983,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	819,6	581,7	864,5	961,5	1 001,2	1 017,0	1 050,0	1 054,9	1 059,0	1 064,7	1 071,3	1 078,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	495,5	489,7	518,5	542,2	551,4	560,4	565,5	573,1	580,9	588,9	597,2	605,7
Zysk (strata) na sprzedaży	324,1	92,0	346,0	419,2	449,8	456,6	484,5	481,8	478,2	475,8	474,1	473,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-22,3	-40,6	-124,1	-134,6	-217,1	-217,1	-217,1	-217,1	-217,1	-217,1	-217,1	-217,1
EBITDA	498,1	261,4	448,3	523,6	477,9	487,5	518,0	517,4	515,2	513,9	512,9	512,2
EBIT	301,8	51,5	221,9	284,6	232,8	239,6	267,5	264,8	261,1	258,7	257,1	256,1
Saldo działalności finansowej	5,6	21,2	10,6	10,7	11,4	12,9	14,1	13,4	12,9	12,5	12,3	12,3
Zysk (strata) brutto	308,8	74,4	232,5	295,3	244,2	252,5	281,6	278,2	274,0	271,2	269,4	268,4
Zysk (strata) netto	259,8	64,7	188,4	239,2	197,8	204,5	228,1	225,3	221,9	219,7	218,2	217,4

CF [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	518,6	234,9	393,1	459,1	430,4	438,6	465,6	464,5	463,2	462,4	461,7	461,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-407,0	-448,0	-390,3	-344,7	-261,1	-270,2	-263,0	-259,6	-256,1	-252,4	-248,5	-244,5
Przepływy z działalności finansowej	-159,8	-133,7	-64,7	-113,0	-143,5	-118,7	-163,6	-228,1	-225,3	-221,9	-219,7	-218,2
Przepływy pieniężne netto	-48,2	-346,8	-61,8	1,3	25,9	49,7	39,1	-23,2	-18,2	-11,9	-6,5	-1,5
Środki pieniężne na początek okresu	803,7	762,7	415,8	354,0	355,3	381,2	430,9	470,0	446,8	428,6	416,7	410,2
Środki pieniężne na koniec okresu	762,7	415,8	354,0	355,3	381,2	430,9	470,0	446,8	428,6	416,7	410,2	408,7

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	1,1%	8,2%	5,8%	0,7%	0,6%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-47,5%	71,5%	16,8%	-8,7%	2,0%	6,3%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,1%
EBIT zmiana r/r	-82,9%	331,2%	28,3%	-18,2%	2,9%	11,7%	-1,0%	-1,4%	-0,9%	-0,6%	-0,4%
Zysk netto zmiana r/r	-75,1%	191,2%	27,0%	-17,3%	3,4%	11,5%	-1,2%	-1,5%	-1,0%	-0,7%	-0,4%
Marża brutto na sprzedaży	16,5%	22,6%	23,8%	24,6%	24,9%	25,8%	26,0%	26,1%	26,2%	26,4%	26,6%
Marża EBITDA	7,4%	11,7%	13,0%	11,8%	11,9%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%
Marża EBIT	1,5%	5,8%	7,0%	5,7%	5,9%	6,6%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
Marża brutto	2,1%	6,1%	7,3%	6,0%	6,2%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%
Marża netto	1,8%	4,9%	5,9%	4,9%	5,0%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%
COGS / przychody	83,5%	77,4%	76,2%	75,4%	75,1%	74,2%	74,0%	73,9%	73,8%	73,6%	73,4%
SG&A / przychody	13,9%	13,6%	13,4%	13,6%	13,7%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%
SG&A / COGS	16,6%	17,6%	17,6%	18,0%	18,2%	18,8%	19,1%	19,3%	19,6%	20,0%	20,3%
ROE	2,0%	5,7%	7,0%	5,7%	5,7%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%
ROA	1,6%	4,3%	5,3%	4,3%	4,4%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%
Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-415,8	-354,0	-355,3	-381,2	-430,9	-470,0	-446,8	-428,6	-416,7	-410,2	-408,7
Dług netto / kapitał własny	-13,1%	-10,7%	-10,4%	-11,0%	-12,1%	-13,0%	-12,3%	-11,8%	-11,5%	-11,3%	-11,3%
Dług netto / EBITDA	-1,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBIT	-8,1	-1,6	-1,2	-1,6	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EV	1 772,8	1 834,7	1 833,3	1 807,5	1 757,8	1 718,7	1 741,9	1 760,1	1 772,0	1 778,5	1 780,0
Dług / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	13,0%	10,5%	8,8%	6,7%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	220,6%	177,1%	148,7%	111,1%	114,2%	110,6%	108,1%	105,8%	103,8%	102,0%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	68,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	-	-	-	-	-
<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*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	33,8	11,6	9,2	11,1	10,7	9,6	9,7	9,9	10,0	10,0	10,1
P/BV*	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	8,0	5,3	4,6	4,9	4,8	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
EV/EBITDA*	6,8	4,1	3,5	3,8	3,6	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
EV/EBIT*	34,4	8,3	6,4	7,8	7,3	6,4	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0
EV/S*	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	166,0	172,4	179,0	181,9	186,4	189,7	189,6	189,4	189,3	189,2	189,2
EPS	3,4	9,9	12,5	10,3	10,7	11,9	11,8	11,6	11,5	11,4	11,4
CEPS	14,3	21,7	25,0	23,2	23,7	25,0	25,0	24,9	24,8	24,8	24,8
FCFPS	-0,5	5,4	8,4	8,2	10,0	10,2	10,3	10,5	10,6	10,8	10,8
DPS za okres	4,5	3,4	5,9	7,5	6,2	8,6	11,9	11,8	11,6	11,5	11,4
Payout ratio	32,8%	100,0%	60,0%	60,0%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 106,0 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 Puławy**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>138</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>105</b>	<b>28.02.2019</b>	<b>10:55 CEST</b>	<b>106,0</b>	<b>59 969,6</b>
Trzymaj	105	Kupuj	202*	24.09.2018	09:54 CEST	95,0	58 273,8
Kupuj	207	Kupuj	217*	14.02.2018	13:35 CEST	151,5	63 319,7
Kupuj	226	Akumuluj	230*	27.07.2017	8:35 CEST	185	62 333,0
Akumuluj	239	Trzymaj	165*	28.07.2016		206	46 854,0
Trzymaj	165*	Akumuluj	154*	06.11.2015		178	50 106,0
Akumuluj	154*	Akumuluj	170	08.08.2014		139	49 958,7
Akumuluj	170	Akumuluj	190*	13.01.2014		147	50 509,9
Akumuluj	190*	-	-	16.10.2013		179	52 598,2

\*- skorygowane o DIV (10,4 PLN/akcję w 2014, 7,03 PLN/akcję w 2015 roku, 10,5 PLN/akcję w 2016 roku, 8,58 PLN/akcję w 2017 roku, 4,46 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 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	3	33%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	22%	0	0%
Redukuj	4	44%	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 jakakolwiek 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.02.2019 roku (10:55 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 rekomendację 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 nie trafne. 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 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.