



Dom Maklerski BDM S.A.

## PUŁAWY

### RAPORT ANALITYCZNY

Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 4Q'18/1Q'19 realizując bardzo dobre ceny sprzedaży nawozów przy 18-procentowym spadku cen gazu. W 2Q'19 obserwowany jest tylko niewielki spadek cen nawozów. Z kolei notowania gazu spadły do poziomów nienotowanych od 2016 roku (-38% r/r). 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 i wycenie spółki. W rezultacie utrzymujemy zalecenie KUPUJ dla spółki z ceną docelową 144 PLN/akcję.

W 1Q'19 oczyszczona EBITDA wyniosła 268,5 mln PLN (+69% r/r). Był to drugi najlepszy historycznie wynik (po 1Q'12). Zrealizowane ceny nawozów w tym okresie wzrosły o ok. 18% r/r (powyżej benchmarków w Europie). Ceny gazu spadły o 14% r/r do 18,4 EUR/MWh.

W okresie kwiecień-maj'19 benchmarkowe ceny nawozów (przy typowym mixie sprzedaży) spadły o 4% q/q, co oznacza wzrost o ok. 10% r/r (w PLN). Przy bardzo niskich cenach gazu (TTF -38% r/r, 13,1 EUR/MWh) przyczyni się do kolejnego, wyraźnego wzrostu EBITDA.

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.

# KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 144 PLN**

17 CZERWCA 2019, 10:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	134
Wycena porównawcza [PLN]	154
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>144</b>
Potencjał do wzrostu / spadku	45,5%
Koszt kapitału	8,7%
Cena rynkowa [PLN]	99,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 892,4
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	-10,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	41,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,1%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Azoty	96,0%
Pozostali	4,0%

Krzysztof Brymora

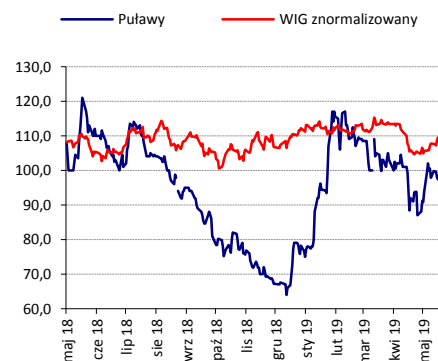
brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	3 345,1	3 490,9	3 577,9	3 629,0	3 868,7	3 903,8
EBITDA [mln PLN]	489,6	498,1	270,6	580,6	538,8	433,5
EBITDA adj. [mln PLN]	504,0	520,1	277,3	580,6	538,8	433,5
EBIT [mln PLN]	302,8	301,8	57,3	334,6	275,1	164,0
Wynik netto [mln PLN]	272,1	259,8	57,3	280,1	233,2	142,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	7,0	7,3	33,1	6,8	8,1	13,3
EV/EBITDA	2,3	2,4	5,2	2,9	3,2	4,1
EV/EBIT	3,7	3,9	24,6	5,1	6,3	10,7
DY	10,6%	8,7%	4,5%	1,8%	8,9%	7,4%



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
MOCNE WYNIKI ZA 1Q'19 .....	3
WYSOKIE ZREALIZOWANE CENY NAWOZÓW W 1Q'19.....	3
CENY GAZU NAJNIŻSZE OD 2-3Q'16 .....	4
WYRAŻNA DYSPROPORCJA CEN GAZU DO INNYCH NOŚNIKÓW .....	4
W DŁUGIM TERMINIE NADPODAŻ GAZU .....	5
ATRAKCYJNA WYCENA RYNKOWA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA DCF.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 1Q'19 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW .....	13
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027 .....	14
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	18

## 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 134 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wiodących spółek nawozowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 154 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 144 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	134
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	154
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>144</b>

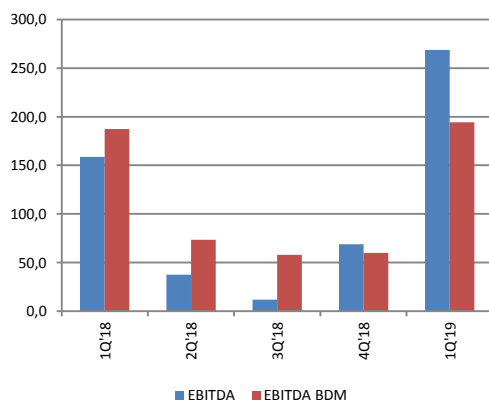
Źródło: BDM S.A.

### Mocne wyniki za 1Q'19

Spółka rozczarowała wynikami za 1-3Q'18. W 4Q'18 oczyszczona EBITDA okazała się 15% wyższa od naszych oczekiwań, a w 1Q'19 aż o 38% vs oczek. Spółka zrealizowała bardzo wysokie ceny nawozów, powyżej benchmarku i dobre wolumeny sprzedaży (niska baza 1Q'18).

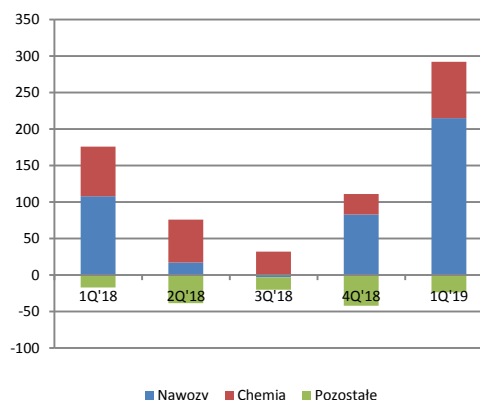
W 1Q'19 oczyszczona EBITDA wyniosła 268,5 mln PLN (+69% r/r). Był to drugi najlepszy historycznie wynik (po 1Q'12). Oczyszczona EBITDA w nawozach wyniosła 215 mln PLN (+99% r/r). EBITDA w pozostałych biznesach (gł. Chemia) wzrosła o 5% r/r.

Kwartalna EBITDA adj. vs prognozy BDM [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, PAP

Dekompozycja EBITDA adj. [mln PLN]

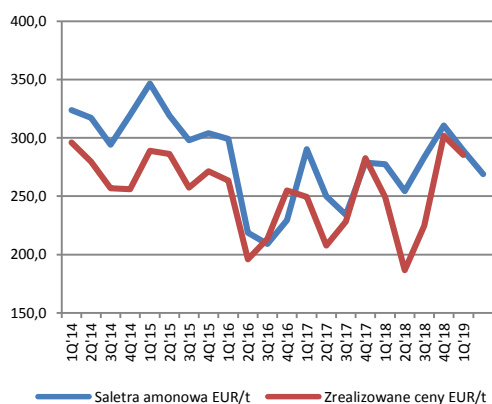


Źródło: BDM S.A., spółka

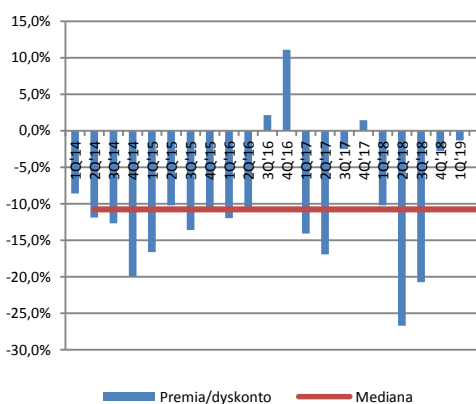
### Wysokie zrealizowane ceny nawozów w 1Q'19

W 1Q'19 zrealizowane ceny nawozów wzrosły o ok. 18% r/r (powyżej benchmarków w Europie). Była to gł. przyczyna pozytywnego zaskoczenia wynikowego. Ceny gazu spadły o 14% r/r do 18,4 EUR/MWh.

W okresie kwiecień-maj'19 benchmarkowe ceny nawozów (przy typowym mixie sprzedaży) spadły o 4% q/q, co oznacza wzrost o ok. 10% r/r (w PLN). W modelu dla spółki przyjmujemy ceny benchmarkowe, co przy bardzo niskich cenach gazu (TTF -38% r/r, 13,1 EUR/MWh) przyczyni się do kolejnego, wyraźnego wzrostu EBITDA.

**Ceny nawozów: benchmarki vs zrealizowane [PLN/t]**

Źródło: BDM S.A., spółka

**Premia/dyskonto cen zrealizowanych do AN [%]**

Źródło: BDM S.A., spółka

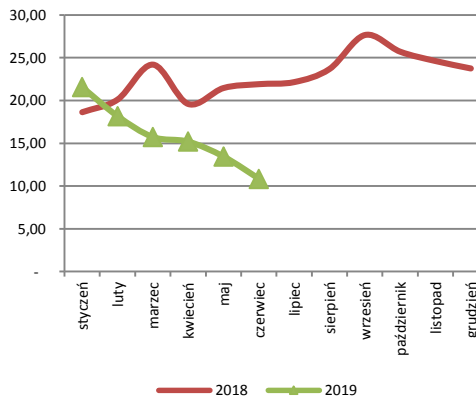
**Ceny gazu najniższe od 2-3Q'16**

Od września'18 ceny gazu w Europie spadły o ok. 60% i obecnie notowane najniżej od 2016 roku (-50% r/r w czerwcu'19). Na przecenę wpływ miała cieplejsza zima w Europie i Azji (LNG) i w konsekwencji wysoki stan zapasów.

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 2014-2019 [EUR/MWh]**

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

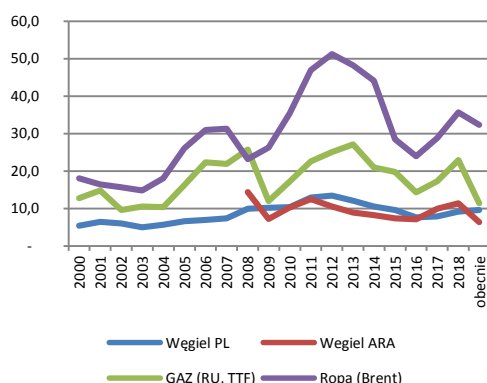
**Gaz TTF DA 2018-2019 [EUR/MWh]**

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Wyraźna dysproporcja cen gazu do innych nośników**

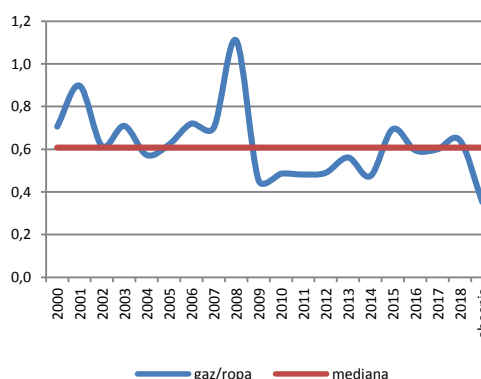
W ostatnich miesiącach zauważamy istotną dysproporcję między notowaniami gazu w Europie a innymi, dostępnymi nośnikami energii (węgiel i ropa), co rodzi ryzyko korekty. Przyjmujemy, zgodnie z krzywą terminową, że ceny gazu utrzymają się na niskim poziomie w 3Q'19 (12 EUR/MWh) by wzrosnąć w 4Q'19 do 18-19 EUR/MWh i 20 EUR/MWh w długim terminie (2020/2021).

Ceny surowców energetycznych [EUR/MWh]



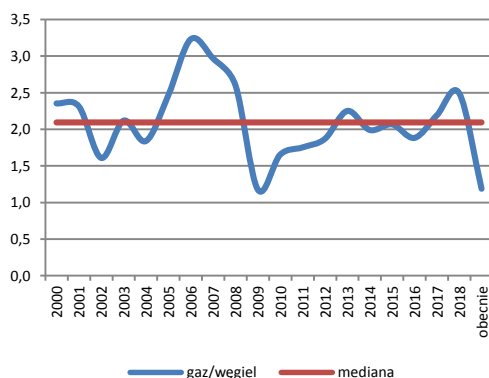
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Długoterminowa relacja cen gazu do ropy Brent\*



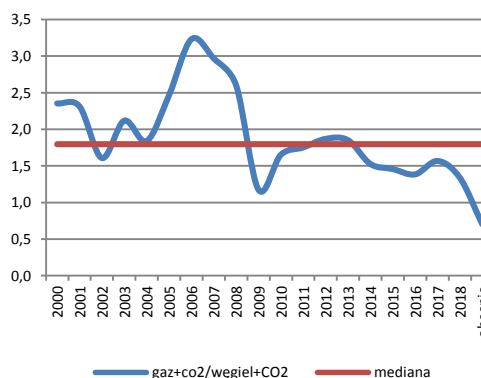
Źródło: BDM S.A. \*- gaz w Europie/notowania Brent w tych samych jednostkach (EUR/MWh)

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 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).

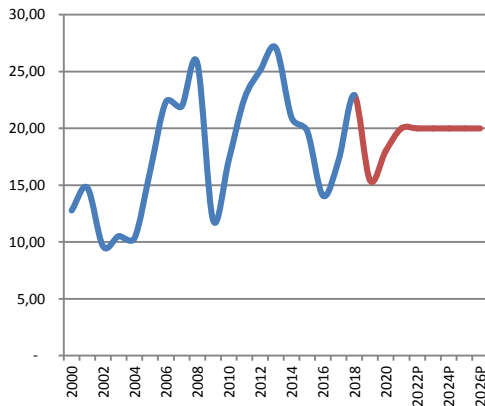
W latach 2015-2017 obserwowany był wyraźny wzrost zapotrzebowania na gaz w Europie i na świecie w związku ze wzrostem gospodarczym, mroźną zimą i zwiększeniem generacji energii elektrycznej z gazu (wyłączenia elektrowni atomowych w Europie i słaba sytuacja hydrologiczna w Europie).

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 2018 roku USA wyprodukowały 832 mld m<sup>3</sup> gazu (+86 mld m<sup>3</sup>, +12% r/r).

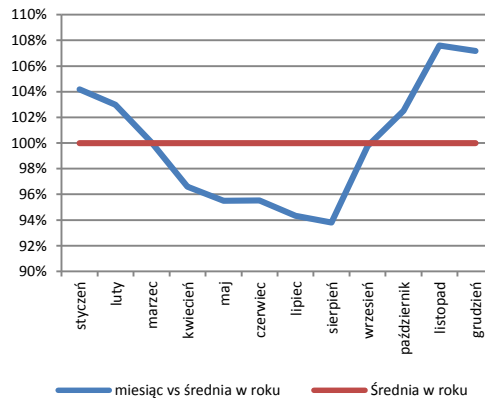
Obecnie największym importerem gazu na świecie jest Japonia (117 mld m<sup>3</sup> w 2017 roku). Po katastrofie w Fukushima w 2011 roku tamtejsze reaktory jądrowe (wszystkie !) zostały wyłączone, co gwałtownie zwiększyło zapotrzebowanie na źródła rezerwowe (gaz). Do 2011 roku ok. 30% produkcji energii 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]



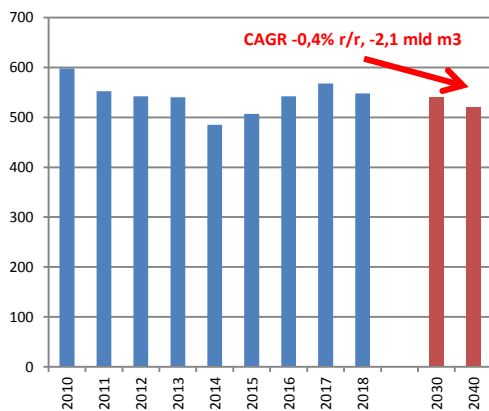
Źródło: BDM S.A. Na podstawie krzywej futures i szacunków własnych.

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



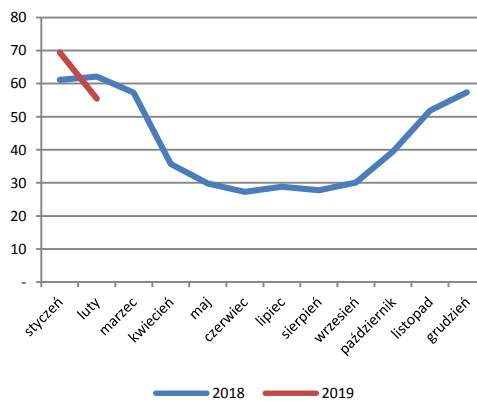
Źródło: BDM S.A. Średnia z miesięcznych notowań TTF w 2013-2018 w relacji do średniej rocznej.

#### 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)

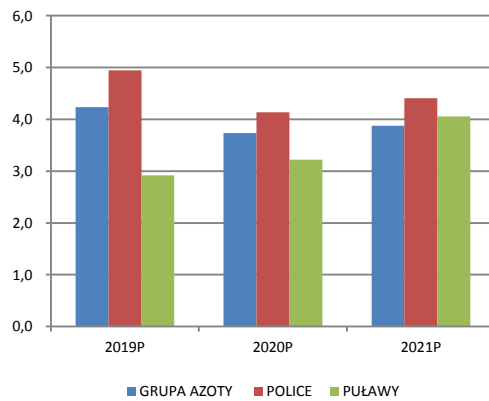
Udział Europy w światowej konsumpcji gazu spada na rzecz Azji. Rośnie znaczenie LNG. W najbliższych latach Chiny staną się największym importerem gazu, a największy wzrost zapotrzebowania ma dotyczyć przemysłu (IEA 2018).

### Atrakcyjna wycena rynkowa

Puławy to obecnie najtańsza spółka w Grupie Azoty, z EV/EBITDA '19-'20 ok. 3,0x

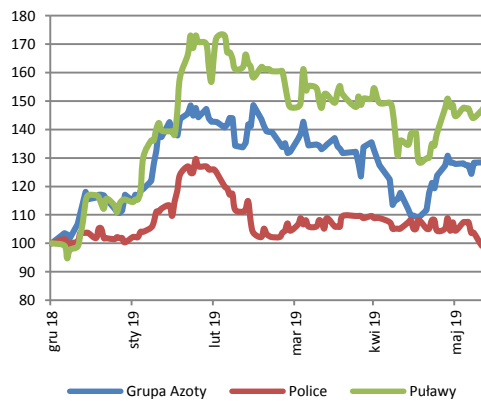
Od początku 2019 roku kurs spółki zachowuje się relatywnie lepiej. Puławy to największy beneficjent niższych cen gazu.

Prognozowana EV/EBITDA [x]



Źródło: BDM S.A.

Kursy akcji Grypy Azoty, Polic i Puław 2019 YTD



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

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

### ▪ Ryzyko wzrostu cen surowców

Spółka jest największym konsumentem gazu i węgla w Grupie Azoty (największa elektrownia). 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 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).

### ▪ 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 (1,3 mln deficytu w '18). Obecnie koszt emisji wzrósł do ok. 25EUR/t ze średniego poziomu 15,9 EUR/t w '18.

Szacujemy, że spółka będzie musiała nabywać rocznie ok. 1,5 mln uprawnień emisyjnych CO<sub>2</sub> w ramach ETS III (do 2020). W długim terminie przyjmujemy cenę EUA w wysokości 25 EUR/t, co będzie generować koszty rzędu 150 mln PLN rocznie (ok. 270 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 możliwe jest zaangażowanie w inne projekty inwestycyjne, których nie zakładamy.

Dn. 16.04.2019 spółka poinformowała o wstępnym wyborze GRI dla bloku w Puławach (Polimex-Mostostal i SBB ENERGY). Łącznie złożono 3 oferty (Rafako i PowerChina). Wartość wynagrodzenia GRI nie powinna przekroczyć 1,16 mld PLN, a całkowity budżet projektu został zaktualizowany do 1,2 mld PLN (z 0,89 mld PLN wcześniej, +35%). Zawarcie umowy planowane jest na 3Q'19. Inwestycja ma być realizowana przez 36 miesięcy.

### ▪ 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 1,75 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 2009-2018).

W przypadku mocnego obecnie rynku tworzyw i melaminy w 2017-2018 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 program inwestycyjny. 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 i ostatecznie CAPEX wyniósł 478 mln PLN.

Na konferencji po wynikach 1Q'19 (23.05.19) zarząd sygnalizował CAPEX na 2019 roku na poziomie 600 mln PLN.

W 2019 roku oczekujemy ok. 500 mln PLN CAPEX. W kolejnych latach powinno być mniej. Największe inwestycje to granulacja mechaniczna i nowy kwas azotowy. W bazowym scenariuszu nie uwzględniamy inwestycji w EC100 (CAPEX max 1,2 mld PLN, wstępny wybór GRI).

#### ETS III/IV

Przyjmujemy cenę praw emisyjnych na poziomie 25 EUR/EUA (poprzednio 20 EUR), co będzie generować koszty rzędu ok. 150 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 25 EUR/t zwiększy to roczne koszty do ok. 270 mln PLN.

#### Dywidenda

Z zysku za 2017 rok spółka wypłaciła 85 mln PLN dywidendy (DPS 4,46 PLN przy propozycji zarządu 5,94 PLN).

Dn. 17.05.2019 zarząd zarekomendował dywidendę w wysokości 33,64 mln PLN czyli 1,76 PLN/akcję (DY 1,8%). WZA w tej sprawie odbędzie się 24.06.2019.

GA zakłada pobieranie ze spółek zależnych do 100% zysku w postaci dywidendy. W latach 2020-2022 szacujemy, że stopa wypłaty będzie wynosiła ok. 60% (DY 9-5%).

#### 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 ok. 1,3 mld PLN w 2020 roku. 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 17 czerwiec 2019.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 134 PLN.**

#### Model DCF

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 577,9	3 629,0	3 868,7	3 903,8	3 932,2	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8
EBIT [mln PLN]	64,0	334,6	275,1	164,0	226,5	262,8	307,9	306,6	306,7	307,1	307,7
Stopa podatkowa	27%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,4	63,0	52,3	31,2	43,0	49,9	58,5	58,3	58,3	58,3	58,5
NOPLAT [mln PLN]	46,6	271,5	222,9	132,9	183,5	212,9	249,4	248,3	248,4	248,7	249,3
Amortyzacja [mln PLN]	213,3	246,8	263,6	269,5	270,8	271,1	271,3	271,5	271,7	271,8	272,0
CAPEX [mln PLN]	-477,9	-508,1	-367,5	-292,8	-275,3	-273,5	-273,5	-273,5	-273,5	-273,5	-273,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	50,5	-26,5	-6,8	-1,0	-0,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-167,5	-16,2	112,1	108,6	178,2	211,2	247,2	246,4	246,6	247,1	247,8
DFCF [mln PLN]		-15,5	98,5	87,7	132,3	144,1	154,9	141,8	130,3	119,8	110,3
Suma DFCF [mln PLN]		1 104,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 752,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 225,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		2 329,4									
Dług netto [mln PLN]*		-239,5									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>2 568,9</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		19,1									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]**</b>		<b>134,4</b>									

Przychody zmiana r/r	1,4%	6,6%	0,9%	0,7%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	422,6%	-17,8%	-40,4%	38,1%	16,0%	17,2%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%
FCF zmiana r/r	-	-	-3,2%	64,1%	18,5%	17,0%	-0,4%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%
Marża EBITDA	16,0%	13,9%	11,1%	12,6%	13,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Marża EBIT	9,2%	7,1%	4,2%	5,8%	6,7%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża NOPLAT	7,5%	5,8%	3,4%	4,7%	5,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
CAPEX / Przychody	14,0%	9,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
CAPEX / Amortyzacja	205,8%	139,4%	108,6%	101,7%	100,9%	100,8%	100,7%	100,7%	100,6%	100,6%	100,6%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	51,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM S.A. \*- dług netto z końca 2018 roku powiększony o zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF 16 (247,4 mln PLN). \*\*- bez uwzględniania EC100

#### 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	93,7%	94,4%	95,0%	95,7%	96,4%	97,0%	97,6%	98,2%	98,8%	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	6,3%	5,6%	5,0%	4,3%	3,6%	3,0%	2,4%	1,8%	1,2%	0,0%
WACC	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%

Źródło: 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	135,5	142,6	151,3	162,3	176,8	196,5	225,0	269,7	350,3
	0,8	128,7	134,9	142,4	151,8	164,0	180,1	202,7	236,6	293,2
	0,9	122,6	128,0	134,5	142,6	152,8	166,2	184,5	210,9	252,3
	1,0	116,9	121,7	127,4	134,4	143,1	154,3	169,3	190,3	221,7
	1,1	111,8	116,0	121,0	127,1	134,6	144,1	156,5	173,4	197,9
	1,2	107,0	110,8	115,2	120,5	127,0	135,1	145,5	159,4	178,8
	1,3	102,7	106,0	109,9	114,5	120,2	127,1	135,9	147,5	163,2

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%	143,0	151,1	161,3	174,4	191,8	216,2	252,8	313,9	435,9
	4,0%	128,7	134,9	142,4	151,8	164,0	180,1	202,7	236,6	293,2
	5,0%	116,9	121,7	127,4	134,4	143,1	154,3	169,3	190,3	221,7
	6,0%	107,0	110,8	115,2	120,5	127,0	135,1	145,5	159,4	178,8
	7,0%	98,6	101,6	105,1	109,2	114,1	120,1	127,6	137,3	150,1
	8,0%	91,4	93,8	96,5	99,8	103,6	108,1	113,7	120,7	129,7
	9,0%	85,1	87,0	89,3	91,8	94,8	98,4	102,6	107,8	114,3

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%	201,0	191,3	182,4	174,4	166,9	160,1	153,8	148,0	142,6
	4,0%	179,7	169,3	160,1	151,8	144,4	137,6	131,4	125,7	120,5
	5,0%	162,3	151,8	142,6	134,4	127,1	120,5	114,5	109,2	104,2
	6,0%	148,0	137,6	128,5	120,5	113,4	107,1	101,5	96,4	91,8
	7,0%	136,0	125,7	116,8	109,2	102,4	96,4	91,1	86,4	82,1
	8,0%	125,7	115,7	107,1	99,8	93,3	87,7	82,7	78,2	74,2
	9,0%	116,8	107,1	98,9	91,8	85,7	80,4	75,6	71,5	67,7

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 Puławy ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 2,9 mld PLN, co odpowiada 154 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 99 PLN (bieżąca cena rynkowa) Puławy są notowane z istotnym dyskontem do konkurentów. Jest to obecnie najtańsza spółka z branży i sektora nawozowego.

### 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
POLICE	9,6	7,8	9,5	5,0	4,2	4,5	9,6	7,5	8,9
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	11,1	6,7	6,4	5,9	11,4	8,9	9,9
PUŁAWY	6,8	8,1	13,3	2,9	3,2	4,1	5,1	6,3	10,7
PUŁAWY (+EC100)	6,8	8,4	15,7	3,1	3,5	5,1	5,3	6,8	13,6
Premia/dyskonto do spółki	-48,4%	-16,7%	20,2%	-56,4%	-49,4%	-31,1%	-55,5%	-29,3%	8,4%
Wycena wg wskaźnika	191,8	118,8	82,4	214,5	189,4	142,9	210,3	138,2	94,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>131,0</b>			<b>182,3</b>			<b>147,6</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>154</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen 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 i jednocześnie 38% lepsze od naszych oczekiwań. Był to historycznie drugi najlepszy wynik EBITDA (po 1Q'12).

W strukturze wyników uwagę zwraca 215 mln PLN EBITDA w nawozach (vs 108 mln PLN rok temu). Średnie, zrealizowane ceny nawozów wzrosły o ok. 18% r/r przy spadku cen gazu o 14% r/r. W Chemii EBITDA wyniosła 77 mln PLN vs 68 mln PLN przed rokiem (pozytywny wpływ cen gazu mimo niższych cen melaminy).

CFO w 1Q'19 wyniósł 108 mln PLN, a CAPEX 120 mln PLN. Gotówka netto spadła do 163 mln PLN z 484 mln PLN po 4Q'18, co wynika z rozpoznania aktywa w postaci prawa użytkowania wieczystego (90 mln PLN)-MSSF16. Całkowity wpływ MSSF 16 na dług netto to 247,4 mln PLN, EBITDA.

### Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P szac.	różnica	1Q'19P BDM*	różnica
Przychody	910,5	1 068,7	17,4%	1 068,7	0,0%	944,6	13,1%
Wynik brutto na sprzedaży	218,7	318,7	45,7%			297,1	7,3%
EBITDA	158,8	268,5	69,1%	268,4	0,0%	194,3	38,2%
EBITDA Adj.	158,8	268,5	69,1%			194,3	38,2%
EBIT	107,4	207,6	93,3%			137,9	50,5%
Zysk brutto	108,0	206,6	91,3%			140,8	46,8%
Zysk netto	92,6	168,2	81,6%	168,1	0,0%	114,0	47,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,0%	29,8%				31,5%	
Marża EBITDA	17,4%	25,1%		25,1%		20,6%	
Marża EBIT	11,8%	19,4%				14,6%	
Marża zysku netto	10,2%	15,7%		15,7%		12,1%	

P/E 12m	14,2
EV/EBITDA adj. 12m	4,5

Źródło: BDM, spółka

W 2Q'19 zakładamy korektę cen nawozów, ale w skali roku ceny powinny być i tak wyższe (+7% r/r). Przy tańszym gazie (-38% r/r, 13,1 EUR/MWh) powinno to prowadzić do dalszego rozszerzenia marży.

W 2Q'19 zwracamy uwagę na niższy wolumen sprzedaży nawozów. Okres 1H'18 był nietypowy w branży rolniczej a popyt z 1Q'18, przez falę mrozów, przesunął się na 2Q'18. W rezultacie przyjmujemy ok. 12% r/r spadek wolumenów sprzedaży nawozów.

W 2Q'19 wyraźnie lepszą sprzedaż powinniśmy widzieć w obszarze kaprolaktamu, gdzie rok temu spółka doświadczyła nieplanowanych przestojów. Powinno to wynagrodzić niższe ceny i marże (wzrost kosztów benzenu) na produkcie. Marże na melaminie, mimo niższych cen, dalej będzie wpierać koszt gazu.

### Wybrane dane finansowe [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	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	838,6	979,9	1 068,7	834,3	839,0	887,0	3 490,9	3 577,9	3 629,0
EBITDA	203,6	78,3	83,1	133,1	158,8	30,7	12,0	69,0	268,5	131,9	71,8	108,3	498,1	270,6	580,6
EBITDA adj.	212,0	93,0	83,1	132,0	158,8	37,5	12,0	69,0	268,5	131,9	71,8	108,3	520,1	277,3	580,6
EBIT	155,5	30,4	34,4	81,5	107,4	-22,0	-41,7	13,6	207,6	70,2	10,1	46,6	301,8	57,3	334,6
Wynik netto	138,0	27,1	29,8	64,9	92,6	-0,9	-35,8	1,4	168,2	59,9	11,2	40,8	259,8	57,3	280,1
Marża EBITDA adj.	21,1%	11,8%	10,4%	14,6%	17,4%	4,4%	1,4%	7,0%	25,1%	15,8%	8,6%	12,2%	14,9%	7,8%	16,0%
Marża EBIT	15,5%	3,9%	4,3%	9,0%	11,8%	-2,6%	-5,0%	1,4%	19,4%	8,4%	1,2%	5,3%	8,6%	1,6%	9,2%
Marża netto	13,8%	3,4%	3,7%	7,2%	10,2%	-0,1%	-4,3%	0,1%	15,7%	7,2%	1,3%	4,6%	7,4%	1,6%	7,7%

Źródło: BDM, spółka

## 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
<b>Główne założenia</b>												
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 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									
<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	289,3	280,0	270,0	290,0
RSM [USD/t]	148,7	127,1	107,7	137,0	131,5	130,0	147,7	191,2	161,0	125,2	126,0	133,2
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
siarczan amonu [USD/t]	135,9	113,4	114,3	136,3	135,5	119,6	132,9	142,0	139,2	121,3	116,9	115,6
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
<b>Chemia</b>												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 000,8	2 229,2	2 092,7	2 080,4	2 147,5	2 132,8	2 154,8	2 086,8	1 941,7	1 940,0	1 950,0	1 950,0
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	1 583,3	1 533,3	1 533,3	1 533,3
<b>Cena surowców</b>												
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
Benzen [EUR/t]	895,9	746,1	666,0	740,0	752,3	725,8	754,4	640,6	518,8	631,9	558,1	543,4
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	4,30	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., \*\* - 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
Przychody	1 003,1	787,9	798,1	901,8	910,5	849,0	838,6	979,9	1 068,7	834,3	839,0	887,0
Nawozy	598,8	453,6	450,6	502,0	505,8	470,3	461,6	579,2	690,6	441,1	446,3	456,5
Saletra amonowa	270,2	158,6	191,7	252,7	231,6	220,5	209,0	298,6	276,8	195,1	218,2	279,8
RSM	100,4	103,1	60,2	66,2	69,4	116,2	89,3	107,0	106,8	101,3	83,6	75,5
Mocznik Pulrea	76,0	125,1	136,8	122,5	145,3	61,3	75,4	106,4	217,6	51,1	51,8	53,4
Siarczan amonu/ATS	26,2	15,7	16,9	5,6	20,6	23,5	18,7	6,1	29,4	18,3	15,1	18,3
NPK	54,0	51,0	45,0	55,0	39,0	48,9	69,2	61,0	60,0	75,3	77,7	29,5
Chemia	364,7	296,5	317,3	356,4	353,3	345,6	344,1	363,5	346,4	356,6	358,0	391,8
Kaprolaktam	141,0	87,0	109,0	124,0	120,0	117,6	89,4	111,0	112,0	124,7	108,7	134,5
Melamina	119,0	108,0	118,0	131,0	132,0	126,6	129,4	123,0	119,0	144,8	148,9	146,0
Mocznik Pulnox	69,0	67,0	55,0	69,0	66,0	59,8	86,2	91,0	77,0	61,0	70,3	77,9
Udział												
Nawozy	59,7%	57,6%	56,5%	55,7%	55,6%	55,4%	55,1%	59,1%	64,6%	52,9%	53,2%	51,5%
Saletra amonowa	26,9%	20,1%	24,0%	28,0%	25,4%	26,0%	24,9%	30,5%	25,9%	23,4%	26,0%	31,5%
RSM	10,0%	13,1%	7,5%	7,3%	7,6%	13,7%	10,7%	10,9%	10,0%	12,1%	10,0%	8,5%
Mocznik Pulrea	7,6%	15,9%	17,1%	13,6%	16,0%	7,2%	9,0%	10,9%	20,4%	6,1%	6,2%	6,0%
Siarczan amonu/ATS	2,6%	2,0%	2,1%	0,6%	2,3%	2,8%	2,2%	0,6%	2,8%	2,2%	1,8%	2,1%
NPK	5,4%	6,5%	5,6%	6,1%	4,3%	5,8%	8,3%	6,2%	5,6%	9,0%	9,3%	3,3%
Chemia	36,4%	37,6%	39,8%	39,5%	38,8%	40,7%	41,0%	37,1%	32,4%	42,7%	42,7%	44,2%
Kaprolaktam	14,1%	11,0%	13,7%	13,8%	13,2%	13,9%	10,7%	11,3%	10,5%	14,9%	13,0%	15,2%
Melamina	11,9%	13,7%	14,8%	14,5%	14,5%	14,9%	15,4%	12,6%	11,1%	17,4%	17,7%	16,5%
Mocznik Pulnox	6,9%	8,5%	6,9%	7,7%	7,2%	7,0%	10,3%	9,3%	7,2%	7,3%	8,4%	8,8%
Zmiana r/r	5,5%	-2,5%	12,3%	3,0%	-9,2%	7,7%	5,1%	8,7%	17,4%	-1,7%	0,1%	-9,5%
Nawozy	-9,6%	-3,0%	10,7%	-4,8%	-15,5%	3,7%	2,4%	15,4%	36,5%	-6,2%	-3,3%	-21,2%
Saletra amonowa	-7,5%	-1,3%	34,0%	9,1%	-14,3%	39,0%	9,0%	18,2%	19,5%	-11,5%	4,4%	-6,3%
RSM	17,5%	-1,2%	-18,4%	0,5%	-30,8%	12,7%	48,3%	61,6%	53,8%	-12,8%	-6,4%	-29,4%
Mocznik Pulrea	-46,5%	101,0%	151,7%	23,0%	91,1%	-51,0%	-44,9%	-13,1%	49,8%	-16,5%	-31,3%	-49,8%
Siarczan amonu/ATS	26,2%	-54,1%	110,6%	55,6%	-21,6%	49,5%	10,4%	9,4%	43,1%	-22,2%	-19,3%	197,7%
NPK	-16,9%	-3,8%	-30,8%	-17,9%	-27,8%	-4,2%	53,9%	10,9%	53,8%	54,2%	12,2%	-51,7%
Chemia	44,8%	1,8%	18,0%	19,0%	-3,1%	16,6%	8,4%	2,0%	-2,0%	3,2%	4,1%	7,8%
Kaprolaktam	98,6%	-5,4%	51,4%	36,3%	-14,9%	35,2%	-18,0%	-10,5%	-6,7%	6,0%	21,6%	21,2%
Melamina	19,0%	-6,9%	8,3%	11,0%	10,9%	17,2%	9,7%	-6,1%	-9,8%	14,4%	15,1%	18,7%
Mocznik Pulnox	35,3%	28,8%	1,9%	21,1%	-4,3%	-10,7%	56,7%	31,9%	16,7%	1,9%	-18,5%	-14,4%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	554,9	517,9	463,5	419,6	486,1	591,8	477,5	446,5	562,3	518,2	506,6	478,5
Saletra amonowa	215,1	150,4	192,3	214,2	199,7	203,3	171,3	223,8	222,4	162,6	188,4	223,8
RSM	156,0	192,4	131,4	114,2	126,4	209,7	140,6	130,2	154,2	188,7	154,7	131,5
Mocznik Pulrea	87,5	68,1	49,8	52,7	78,8	54,5	55,2	54,8	92,1	54,5	55,2	54,8
Siarczan amonu/ATS	47,5	36,2	40,8	11,5	44,7	55,0	37,9	11,5	55,8	39,6	34,3	42,2
NPK	48,8	70,7	49,3	27,0	36,6	69,3	72,5	26,2	37,8	72,8	73,9	26,2
Chemia	102,4	97,2	95,6	113,1	108,5	97,8	109,0	117,5	101,9	102,0	110,5	118,0
Kaprolaktam	16,4	7,3	15,5	18,3	16,7	10,8	11,4	15,5	16,9	15,0	13,0	16,0
Melamina	23,1	20,8	22,1	24,1	23,8	22,0	22,6	22,1	22,5	22,0	22,6	22,1
Mocznik Pulnox	63,0	69,1	58,1	70,7	68,0	65,0	74,9	79,9	62,6	65,0	74,9	79,9
Produkcja NH3 [tys. ton]	330,6	288,5	282,8	305,0	313,4	316,7	285,8	311,7	334,5	297,1	300,8	312,9

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>												
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 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											
<b>Ceny produktów</b>												
<b>Nawozy</b>												
Saletra amonowa [EUR/t]	263,3	281,5	279,0	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	136,4	147,0	145,6	144,1	142,8	142,8	142,8	142,8	142,8	142,8
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
siarczan amonu [USD/t]	125,0	132,5	123,3	127,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6
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
<b>Chemia</b>												
Kaprolaktam [EUR/t]	2 100,8	2 130,5	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4	1 945,4
Melamina [EUR/t]	1 509,0	1 640,0	1 545,8	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	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
Benzen [EUR/t]	762,0	718,3	563,1	507,3	490,8	481,2	475,6	480,5	484,4	484,4	484,4	484,4
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	319,0	339,0	345,8	352,7	359,8	367,0	374,3	381,8	389,4
<b>Waluty</b>												
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	3 490,9	3 577,9	3 629,0	3 868,7	3 903,8	3 932,2	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8
Nawozy	2 005,0	2 017,0	2 034,5	2 075,9	2 120,6	2 158,3	2 141,7	2 141,7	2 141,7	2 141,7	2 141,7	2 141,7
Saletra amonowa	873,2	959,6	969,8	1 054,0	1 106,7	1 162,0	1 162,0	1 162,0	1 162,0	1 162,0	1 162,0	1 162,0
RSM	329,9	381,9	367,1	407,4	403,5	399,6	395,8	395,8	395,8	395,8	395,8	395,8
Mocznik Pulrea	460,4	388,4	374,0	268,8	262,7	256,8	251,3	251,3	251,3	251,3	251,3	251,3
Siarczan amonu/ATS	64,5	68,9	81,1	93,6	93,6	91,5	89,5	89,5	89,5	89,5	89,5	89,5
NPK	205,0	218,1	242,4	252,2	254,2	248,4	243,1	243,1	243,1	243,1	243,1	243,1
Chemia	1 334,9	1 406,4	1 452,7	1 651,0	1 641,4	1 632,1	1 623,4	1 623,4	1 623,4	1 623,4	1 623,4	1 623,4
Kapolaktam	461,0	438,0	479,9	600,1	600,1	600,1	600,1	600,1	600,1	600,1	600,1	600,1
Melamina	476,0	511,0	558,7	628,4	628,4	628,4	628,4	628,4	628,4	628,4	628,4	628,4
Mocznik Pulnox	260,0	303,0	286,2	295,8	289,1	282,6	276,4	276,4	276,4	276,4	276,4	276,4
Udział												
Nawozy	57,4%	56,4%	56,1%	53,7%	54,3%	54,9%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%	54,8%
Saletra amonowa	25,0%	26,8%	26,7%	27,2%	28,3%	29,6%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
RSM	9,5%	10,7%	10,1%	10,5%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Mocznik Pulrea	13,2%	10,9%	10,3%	6,9%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Siarczan amonu/ATS	1,8%	1,9%	2,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
NPK	5,9%	6,1%	6,7%	6,5%	6,5%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Chemia	38,2%	39,3%	40,0%	42,7%	42,0%	41,5%	41,6%	41,6%	41,6%	41,6%	41,6%	41,6%
Kapolaktam	13,2%	12,2%	13,2%	15,5%	15,4%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Melamina	13,6%	14,3%	15,4%	16,2%	16,1%	16,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Mocznik Pulnox	7,4%	8,5%	7,9%	7,6%	7,4%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Zmiana r/r	4,4%	2,5%	1,4%	6,6%	0,9%	0,7%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nawozy	-2,9%	0,6%	0,9%	2,0%	2,2%	1,8%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Saletra amonowa	5,5%	9,9%	1,1%	8,7%	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RSM	0,1%	15,8%	-3,9%	11,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulrea	28,5%	-15,6%	-3,7%	-28,1%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Siarczan amonu/ATS	-3,4%	6,8%	17,7%	15,3%	0,0%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPK	-18,0%	6,4%	11,2%	4,0%	0,8%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemia	20,1%	5,4%	3,3%	13,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapolaktam	41,4%	-5,0%	9,6%	25,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Melamina	7,4%	7,4%	9,3%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mocznik Pulnox	21,5%	16,5%	-5,6%	3,4%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny [tys. ton]												
Nawozy	1956	2002	2066	2104	2160	2219	2237	2256	2277	2299	2323	2348
Saletra amonowa	772	798	797	797	837	879	879	879	879	879	879	879
RSM	594	607	629	629	629	629	629	629	629	629	629	629
Mocznik Pulrea	258	243	257	257	257	257	257	257	257	257	257	257
Siarczan amonu/ATS	136	149	172	196	196	196	196	196	196	196	196	196
NPK	196	205	211	225	241	258	276	295	316	338	362	387
Chemia	408	433	433	444	444	444	444	444	444	444	444	444
Kapolaktam	57	54	61	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Melamina	90	91	89	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Mocznik Pulnox	261	288	282	282	282	282	282	282	282	282	282	282
Produkcja NH3 [tys. ton]	1 206,9	1 227,6	1 245,3	1 266,5	1 245,5	1 263,3	1 263,3	1 263,3	1 263,3	1 263,3	1 263,3	1 263,3
wykorzystanie mocy	107%	109%	111%	113%	111%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%
Produkcja HNO3 [tys. ton]	984,0	1 012,8	1 026,1	1 026,1	1 057,6	1 090,6	1 090,6	1 090,6	1 090,6	1 090,6	1 090,6	1 090,6
wykorzystanie mocy	98%	101%	103%	103%	106%	109%	109%	83%	83%	83%	83%	83%
Produkcja AN [tys. ton]	1 247,2	1 283,7	1 300,5	1 300,5	1 340,4	1 382,2	1 382,2	1 382,2	1 382,2	1 382,2	1 382,2	1 382,2
wykorzystanie mocy	113%	117%	118%	118%	104%	107%	103%	103%	103%	103%	103%	103%
Produkcja U [tys. ton]	1 177,6	1 195,8	1 200,5	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9	1 216,9
wykorzystanie mocy	97%	98%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

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

## 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	2 546,3	2 800,5	3 309,1	3 413,0	3 436,3	3 440,7	3 443,1	3 445,3	3 447,3	3 449,1	3 450,8	3 452,3
Wartości niematerialne i prawne	55,3	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8	50,8
Rzeczowe aktywa trwałe	2 275,9	2 550,8	2 812,1	2 916,0	2 939,3	2 943,7	2 946,1	2 948,3	2 950,3	2 952,1	2 953,8	2 955,3
Aktywa obrotowe	1 712,1	1 616,6	1 474,5	1 457,0	1 413,2	1 494,0	1 525,3	1 529,8	1 495,9	1 463,4	1 431,3	1 368,1
Zapasy	385,0	398,2	352,8	376,1	379,5	382,3	379,8	379,8	379,8	379,8	379,8	379,8
Należności krótkoterminowe	468,2	513,0	489,5	521,8	526,5	530,4	526,9	526,9	526,9	526,9	526,9	526,9
Inwestycje krótkoterminowe	763,7	572,9	499,7	426,5	374,6	448,8	486,0	490,5	456,6	424,1	392,0	328,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	762,7	572,4	499,2	426,0	374,1	448,3	485,5	490,0	456,1	423,6	391,4	328,3
Aktywa razem	4 258,4	4 417,1	4 783,6	4 869,9	4 849,5	4 934,7	4 968,5	4 975,1	4 943,2	4 912,5	4 882,0	4 820,4
Kapitał (fundusz) własny	3 192,8	3 209,9	3 456,3	3 521,5	3 523,5	3 632,7	3 701,9	3 738,5	3 736,6	3 735,9	3 735,5	3 734,5
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	2 723,8	2 747,4	2 859,5	2 952,7	3 009,5	3 048,4	3 048,4	3 048,4	3 048,4	3 048,4	3 048,4
Zysk (strata) netto okresu	259,8	57,3	280,1	233,2	142,0	194,4	224,7	261,3	259,4	258,7	258,2	257,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 064,8	1 208,4	1 328,6	1 349,8	1 327,3	1 303,4	1 268,0	1 238,0	1 208,0	1 178,0	1 148,0	1 087,3
Rezerwy na zobowiązania	229,5	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6	196,6
Zobowiązania długoterminowe	42,0	58,4	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1
-oprocentowane	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	793,2	953,4	1 075,9	1 097,1	1 074,6	1 050,6	1 015,2	985,2	955,2	925,2	895,2	834,6
-oprocentowane	48,5	83,3	300,7	270,7	240,7	210,7	180,7	150,7	120,7	90,7	60,7	0,0
Pasywa razem	4 258,4	4 417,1	4 783,6	4 869,9	4 849,5	4 934,7	4 968,5	4 975,1	4 943,2	4 912,5	4 882,0	4 820,4

<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	3 490,9	3 577,9	3 629,0	3 868,7	3 903,8	3 932,2	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8	3 906,8
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 671,3	3 026,4	2 710,8	2 914,8	2 952,7	2 909,7	2 842,9	2 790,6	2 784,5	2 776,7	2 768,4	2 759,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	819,6	551,5	918,2	953,9	951,1	1 022,5	1 063,9	1 116,2	1 122,4	1 130,1	1 138,4	1 147,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	495,5	476,2	466,4	506,2	515,4	524,3	529,5	536,7	544,2	551,8	559,7	567,9
Zysk (strata) na sprzedaży	324,1	75,4	451,8	447,7	435,6	498,1	534,4	579,5	578,2	578,3	578,7	579,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-22,3	-18,1	-117,2	-172,6	-271,6	-271,6	-271,6	-271,6	-271,6	-271,6	-271,6	-271,6
EBITDA	498,1	270,6	580,6	538,8	433,5	497,3	533,9	579,2	578,1	578,4	578,9	579,7
EBIT	301,8	57,3	334,6	275,1	164,0	226,5	262,8	307,9	306,6	306,7	307,1	307,7
Saldo działalności finansowej	5,6	17,2	10,7	12,8	11,2	13,4	14,6	14,7	13,7	12,7	11,7	9,8
Zysk (strata) brutto	308,8	76,0	344,9	287,9	175,3	240,0	277,4	322,6	320,3	319,4	318,8	317,6
Zysk (strata) netto	259,8	57,3	280,1	233,2	142,0	194,4	224,7	261,3	259,4	258,7	258,2	257,2

<b>CF [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>
Przepływy z działalności operacyjnej	519,3	363,4	503,4	495,9	414,0	463,8	492,5	526,9	524,5	523,1	522,0	519,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-407,7	-461,0	-492,7	-354,7	-281,6	-261,8	-258,9	-258,8	-259,8	-260,8	-261,7	-263,6
Przepływy z działalności finansowej	-159,8	-85,4	-69,0	-199,3	-169,4	-112,8	-181,3	-248,7	-283,5	-279,9	-277,4	-303,9
Przepływy pieniężne netto	-48,2	-182,9	-58,2	-58,2	-36,9	89,2	52,3	19,4	-18,9	-17,5	-17,1	-48,2
Środki pieniężne na początek okresu	803,7	762,7	572,4	514,2	456,0	419,1	508,3	560,5	580,0	561,1	543,6	526,4
Środki pieniężne na koniec okresu	762,7	572,4	514,2	456,0	419,1	508,3	560,5	580,0	561,1	543,6	526,4	478,3

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	2,5%	1,4%	6,6%	0,9%	0,7%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-45,7%	114,6%	-7,2%	-19,5%	14,7%	7,4%	8,5%	-0,2%	0,0%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	-81,0%	484,4%	-17,8%	-40,4%	38,1%	16,0%	17,2%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,2%
Zysk netto zmiana r/r	-78,0%	389,3%	-16,7%	-39,1%	36,9%	15,6%	16,3%	-0,7%	-0,3%	-0,2%	-0,4%
Marża brutto na sprzedaży	15,4%	25,3%	24,7%	24,4%	26,0%	27,2%	28,6%	28,7%	28,9%	29,1%	29,4%
Marża EBITDA	7,6%	16,0%	13,9%	11,1%	12,6%	13,7%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Marża EBIT	1,6%	9,2%	7,1%	4,2%	5,8%	6,7%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża brutto	2,1%	9,5%	7,4%	4,5%	6,1%	7,1%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,1%
Marża netto	1,6%	7,7%	6,0%	3,6%	4,9%	5,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
COGS / przychody	84,6%	74,7%	75,3%	75,6%	74,0%	72,8%	71,4%	71,3%	71,1%	70,9%	70,6%
SG&A / przychody	13,3%	12,9%	13,1%	13,2%	13,3%	13,6%	13,7%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%
SG&A / COGS	15,7%	17,2%	17,4%	17,5%	18,0%	18,6%	19,2%	19,5%	19,9%	20,2%	20,6%
ROE	1,8%	8,1%	6,6%	4,0%	5,4%	6,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
ROA	1,3%	5,9%	4,8%	2,9%	3,9%	4,5%	5,3%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%
Dług	85,6	300,7	270,7	240,7	210,7	180,7	150,7	120,7	90,7	60,7	0,0
D / (D+E)	2,6%	8,6%	7,3%	6,4%	5,6%	4,7%	3,9%	3,1%	2,4%	1,6%	0,0%
D / E	1,9%	6,3%	5,6%	5,0%	4,3%	3,6%	3,0%	2,4%	1,8%	1,2%	0,0%
Dług / kapitał własny	2,7%	8,7%	7,7%	6,8%	5,8%	4,9%	4,0%	3,2%	2,4%	1,6%	0,0%
Dług netto	-486,8	-198,5	-155,3	-133,4	-237,6	-304,9	-339,3	-335,4	-332,9	-330,8	-328,3
Dług netto / kapitał własny	-15,2%	-5,7%	-4,4%	-3,8%	-6,5%	-8,2%	-9,1%	-9,0%	-8,9%	-8,9%	-8,8%
Dług netto / EBITDA	-1,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBIT	-8,5	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
EV	1 405,5	1 693,9	1 737,1	1 759,0	1 654,8	1 587,5	1 553,1	1 557,0	1 559,5	1 561,6	1 564,1
Dług / EV	6,1%	17,8%	15,6%	13,7%	12,7%	11,4%	9,7%	7,8%	5,8%	3,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	13,4%	14,0%	9,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
CAPEX / Amortyzacja	224,1%	205,8%	139,4%	108,6%	101,7%	100,9%	100,8%	100,7%	100,7%	100,6%	100,6%
Amortyzacja / Przychody	6,0%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,4%	0,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-58,1%	51,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	-	-	-	-	-
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	33,1	6,8	8,1	13,3	9,7	8,4	7,2	7,3	7,3	7,3	7,4
P/BV*	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/CE*	7,0	3,6	3,8	4,6	4,1	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
EV/EBITDA*	5,2	2,9	3,2	4,1	3,3	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
EV/EBIT*	24,6	5,1	6,3	10,7	7,3	6,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
EV/S*	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	167,9	180,8	184,2	184,3	190,0	193,7	195,6	195,5	195,4	195,4	195,4
EPS	3,0	14,7	12,2	7,4	10,2	11,8	13,7	13,6	13,5	13,5	13,5
CEPS	14,2	27,6	26,0	21,5	24,3	25,9	27,9	27,8	27,7	27,7	27,7
FCFPS	-0,8	5,9	5,7	9,3	11,0	12,9	12,9	12,9	12,9	13,0	13,0
DPS za okres	4,5	1,8	8,8	7,3	4,5	8,1	11,8	13,7	13,6	13,5	13,5
Payout ratio	32,8%	58,8%	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 99,0 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

**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 Puławy**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>144</b>	<b>Kupuj</b>	<b>138</b>	<b>17.06.2019</b>	<b>10:25 CEST</b>	<b>99,0</b>	<b>59 167,2</b>
Kupuj	138	Trzymaj	105	28.02.2019	10:55 CEST	106,0	59 969,6
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 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	2	22%	0	0%
Akumuluj	4	44%	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 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 portfelowa 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 instrumente finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek 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 17.06.2019 roku (10:25 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 częstotliwości 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 Istnieje 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.