



analityk: Adam Maćkowiak

data sporządzenia: 25.08.2017

Grupa Azoty jest dominującą grupą chemiczną w Polsce i znaczącą w Unii Europejskiej. Działalność Grupy koncentruje się na pięciu segmentach: nawozy-agro, tworzywa, chemia, energetyka, pozostałe.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Dzienne obroty (tys. zł)	P/E	P/BV
67,50	6 695,7	57,03%	5 475,1	18,8	0,99

Wyniki za 2Q'17

PLNm	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	r/r	q/q	2Q '17	Kons.	róż.
Przychody	2 475	2 159	2 000	2 323	2 687	2 183	1,1%	-18,8%	2 183	2 353	-7,2%
Segment: Nawozy-Agro	1 576	1 166	1 087	1 287	1 523	1 150	-1,4%	-24,5%			
Segment: Chemia	535	593	556	611	647	617	4,0%	-4,6%			
Segment: Tworzywa	278	293	262	284	411	332	13,3%	-19,2%			
Segment: Energetyka	60	58	42	78	62	55	-5,3%	-10,8%			
Segment: Pozostałe	26	48	51	62	44	28	-42,1%	-36,7%			
EBITDA	177	177	131	180	453	261	47,5%	-42,4%	261	316	-17,5%
marża EBITDA	7,2%	8,2%	6,6%	7,7%	16,9%	12,0%	3,8 pp	-4,9 pp	12,0%	13,4%	1,5 pp
Segment: Nawozy-Agro	403	116	10	70	261	124	6,7%	-52,5%			
Segment: Chemia	87	78	69	37	99	52	-32,9%	-47,1%			
Segment: Tworzywa	-13	-13	-10	3	66	55	-	-16,5%			
Segment: Energetyka	26	14	19	37	21	11	-20,3%	-48,8%			
Segment: Pozostałe	7	-26	35	24	-8	10	-	-			
EBIT	389	551	1	-455	314	123	-77,6%	-60,7%	123	178	-30,6%
marża EBIT	15,7%	25,5%	0,1%	-19,6%	11,7%	5,6%	-19,9 pp	-6,0 pp	5,6%	7,5%	1,9 pp
Zysk netto	47	47	-10	29	255	123	161,7%	-51,8%	123	129	-4,9%
marża netto	1,9%	2,2%	-0,5%	1,2%	9,5%	5,6%	3,5 pp	-3,9 pp	5,6%	5,5%	-0,1 pp

Komentarz do wyników za 2Q'17

W czwartek przed sesją wyniki za 2Q 2017 podała Grupa Azoty. Dodatkowo w trakcie czwartkowej sesji odbyła się konferencja w trakcie, której przedstawiciele wszystkich głównych spółek z Grupy omówili przedstawione rezultaty.

Wyniki vs. konsensus

Wyniki Grupy Azoty były istotnie gorsze od konsensusu rynkowego zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków EBITDA, EBIT i netto. Największym zaskoczeniem dla analityków był słaby performance segmentu Nawozy-Agro, który mimo dobrej koniunktury na rynku (wysoki popyt konsumencki, dopłaty do nawozów) utrzymał taki sam poziom przychodów jak przed rokiem, ale znacząco zmniejszył marżę EBITDA.

Segmenty

Nawozy Agro - wyraźny spadek zysku na poziomie EBITDA był związany ze wzrostem cen gazu o ok. 20%, wzrost konkurencji w segmencie nawozów saletrzanych (zwiększenie mocy produkcyjnych przez Anwil, wpływa na wzrost presji cenowej). Negatywnym czynnikiem w tym segmencie jest również istotnie zwiększony import nawozów do Polski (+131% jeżeli chodzi o saletrę amonową). Przedstawiciele spółki poinformowali, iż mają podejrzenia odnośnie nieuczciwych praktyk konkurencji i w związku z tym podejmą odpowiednie działania. Pozytywnym aspektem był wzrost wolumenów sprzedaży nawozów wieloskładnikowych.

Chemia - spadek marż wynikający przede wszystkim ze wzrostu cen propylenu oraz niekorzystnego środowiska walutowego. Słaby wynik to także efekt przestoju produkcyjnego w Kędzierzynie, który trwał prawie przez cały czerwiec.

Tworzywa - wynik segmentu wspierany był przez wzrost cen poliamidu-6 i kaprolaktamu. Warto jednak zaznaczyć, że wyniki segmentu mógł być lepszy gdyby nie przestoje (wolumen kaprolaktamu spadł o 35%) i czasowy brak dostępności CPL i PA6.

Pozostałe

Wyniki spółki były również niższe ze względu na odpis aktywalizujący wartość z Zakładach Azotowych Chorzów w wysokości 14,7 mln PLN.

Przedstawiciele spółki poinformowali również o postępowaniu prac nad projektem PDH, do którego przygotowania projektowe mają się zakończyć na początku października. Dodatkowo kolejnym istotnym projektem jest instalacja zgazowania węgla - spółka ma podpisany list intencyjny w tej sprawie ze spółką Tauron.



Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Inwestorzy negatywnie przyjęli informację o wynikach spółki za 2Q 2017. Na zamknięcie czwartkowej sesji walory spółki matki straciły - 4,02%. Dodatkowo -3,46% straciły notowania ZA Puławy. Pozytywnie odebrano wyniki ZA Police, których notowania wzrosło o ponad 2%.

W naszej ocenie negatywna reakcja inwestorów była przedwczesna. Wyniki były co prawda zdecydowanie gorsze od konsensusu rynkowego, ale ogólna sytuacja spółki jest dobra. W kolejnych dwóch kwartałach Zarząd spodziewa się poprawy wyników finansowych.

Naszym zdaniem główne czynniki, które będą wpływać na kurs akcji Grupy Azoty to:

- reakcja (i jej ocena przez inwestorów) na zwiększenie konkurencji w segmencie nawozów saletrzanych; możliwe, iż przejściowo zwiększenie presji cenowej odbije się negatywnie na marżach spółki w tym segmencie; podobna wątpliwość dotyczy zwiększenia poziomu importu nawozów do Polski;

- notowania zbóż oraz sytuacja pogodowa w Polsce (szczególnie zmiany w zakresie podaży zbóż na świecie),

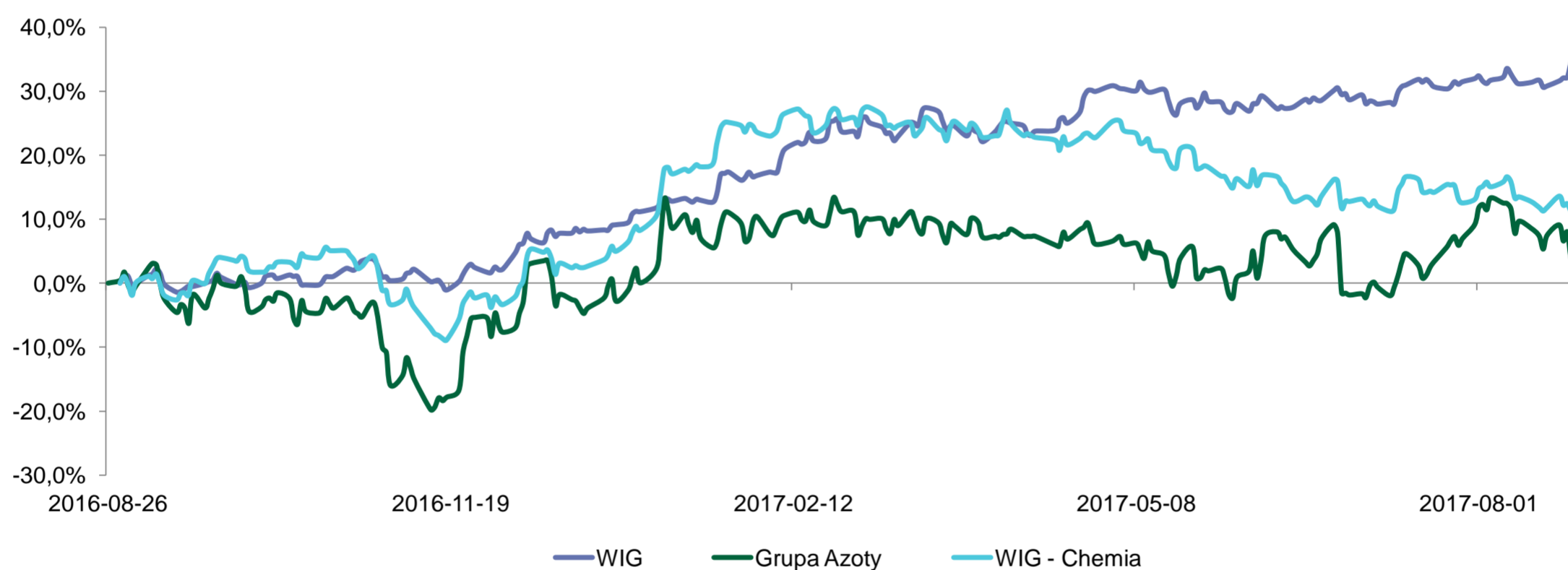
- popyt na produkty żywnościowe oraz ogólna koniunktura konsumencka w kraju,

- zmiany w segmencie tworzyw dotyczące struktury sprzedaży (nowa instalacja),

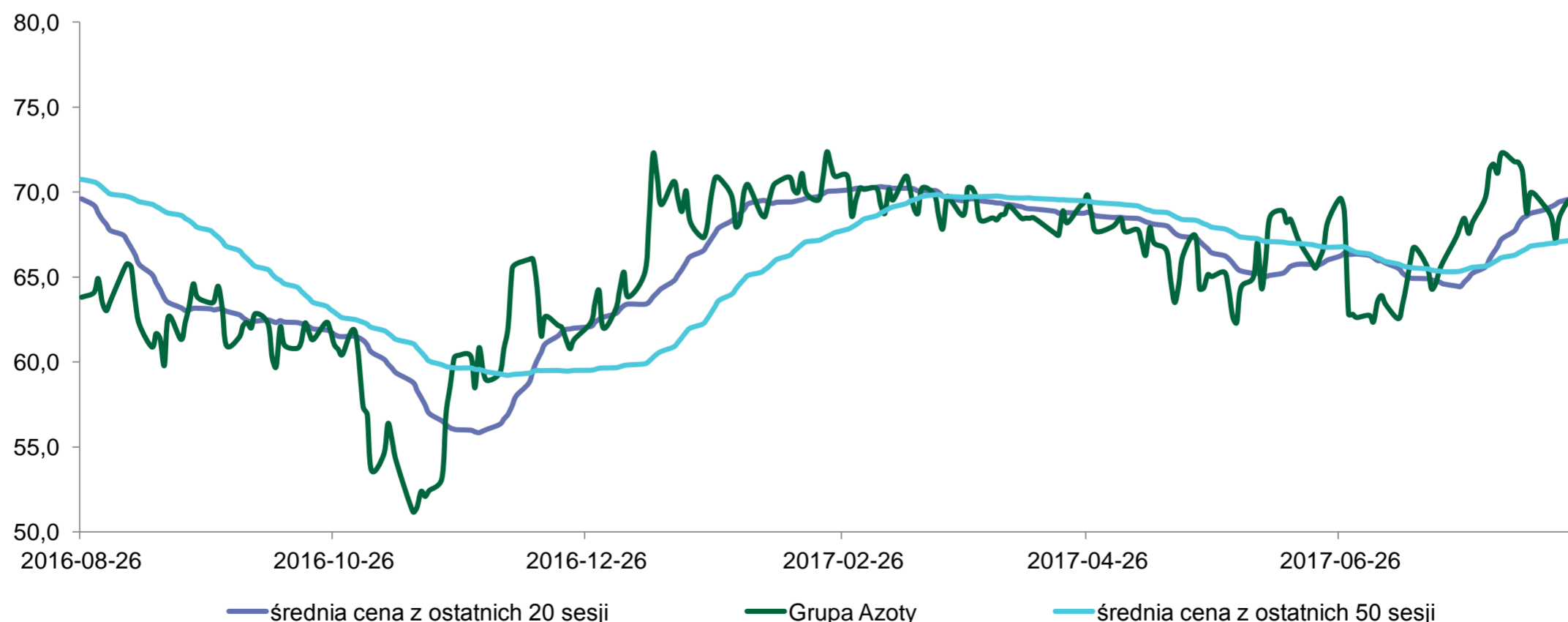
- zmiany cen ropy naftowej, z którą powiązane są notowania propylenu i innych półproduktów,

W naszej ocenie pozytywnym czynnikiem, który może polepszyć wyniki spółki w 3Q 2017 jest brak przestoju w segmencie Chemii i Tworzyw oraz utrzymanie korzystnej sytuacji cenowej na rynkach zbytu Grupy.

Grupa Azoty vs WIG vs WIG - Chemia



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





BGZ BNP PARIBAS

BIURO MAKLERSKIE

ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnoego

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od

wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf