



analityk: Adam Maćkowiak

2017-11-09

Podstawowe dane o spółce

Cena	75,40
Kapitalizacja (mln zł)	7 479,3
Free float	37,2%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	5,3
P/E	17,5
EV/EBITDA	1,11

Grupa Azoty S.A. to czołowy europejski koncern chemiczny operujący w trzech głównych segmentach biznesowych: nawozy (azotowe i wieloskładnikowe), chemia (alkohole OXO, plastyfikatory, mocznik, melamina, biel tytanowa) i tworzywa (poliamid i kaprolaktam). W skład Grupy wchodzi zakłady produkcyjne w Tarnowie, Puławach, Policach i Kędzierzynie-Koźlu. Głównym akcjonariuszem Grupy jest Skarb Państwa, która posiada 33% akcji.

Notowania Grupy Azoty za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mln PLN	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	2 476	2 159	2 000	2 323	2 687	2 182	2 196	9,8%	0,6%	2 179	0,8%
Nawozy Agro	1 576	1 166	1 087	1 287	1 523	1 149	1 108	1,9%	-3,6%		
Chemia	535	593	556	612	647	618	646	16,1%	4,5%		
Tworzywa	278	293	262	284	411	332	352	34,3%	6,1%		
Energetyka	60	58	42	78	62	55	49	15,4%	-11,6%		
Pozostałe	26	48	51	62	44	28	42	-18,8%	49,3%		
EBITDA	517	177	131	180	448	261	255	94,9%	-2,2%	258	-1,0%
marża EBITDA	20,9%	8,2%	6,6%	7,7%	16,7%	12,0%	11,6%			11,8%	
Nawozy Agro	403	92	10	94	261	124	64	543,5%	-48,7%		
Chemia	87	79	69	37	99	52	80	15,1%	51,9%		
Tworzywa	-13	-13	-10	3	66	55	57	-	3,6%		
Energetyka	26	14	19	37	21	11	21	12,4%	96,7%		
Pozostałe	14	5	35	18	1	19	34	-2,8%	77,1%		
EBIT	389	53	13	31	314	123	101	644,8%	-18,4%	122	-17,6%
marża EBIT	15,7%	2,4%	0,7%	1,3%	11,7%	5,6%	4,6%			5,6%	
Zysk netto	272	44	3	24	226	105	67	1837,7%	-35,9%	88	-23,8%
marża netto	11,0%	2,0%	0,2%	1,0%	8,4%	4,8%	3,1%			4,0%	

Komentarz do wyników

W 3Q'17 Grupa Azoty odnotowała wzrost przychodów w ujęciu rok do roku o 9,8% do 2,2 mld PLN. Historycznie jest to najlepszy rezultat osiągnięty przez spółkę w trzecim kwartale. Wynik Spółki był równie dobry na poziomie EBITDA, która wyniosła 255 mln PLN (prawie podwojenie vs. analogiczny okres roku poprzedniego). Wątpliwości inwestorów może budzić pogorszenie w liniach EBIT oraz netto, które okazały się być istotnie słabsze od rezultatów przedstawionych w poprzednim kwartale oraz od konsensusu rynkowego.

- **Nawozy Agro:** przychody na poziomie 1,1 mld PLN to wynik słabszy niż w poprzednim kwartale, ale lepszy rok do roku. Istotnie słabsza w tym sektorze okazała się marża EBITDA, która znacząco spadła w odniesieniu do poprzedniego kwartału (5,78% vs. 10,79%). Przedstawiciele Spółki w trakcie konferencji podsumowującej wyniki zwrócili uwagę na niekorzystny wpływ cen gazu (wyższych rok do roku o ok. 20%) oraz relatywnie niski poziom cen nawozów fosforowych (DAP) i wieloskładnikowych (NPK). Pozytywnie oceniono wzrosty cen na rynku mocznika, jednak nie przełożyły się one istotnie na poprawę przychodów w segmencie nawozowym. Spółka podkreśla również istotny, stale rosnący wpływ importu nawozów do Polski (w szczególności saletry amonowej i mocznika). Zarząd zwrócił uwagę na możliwe niezgodne z przepisami działania konkurencji importującej produkty oraz zaznaczył, iż podjął działania w kierunku neutralizacji tego negatywnego czynnika (z pierwszymi pozytywnymi efektami). W kolejnych okresach korzystnie na popyt w segmencie powinny wpływać dopłaty dla rolników zaoferowane przez ARiMR.
- **Chemia:** wynik w segmencie chemii uległ znaczącej poprawie kwartał do kwartału na co wpływ miały korzystne zmiany cen melaminy, alkoholi OXO oraz plastyfikatorów. Negatywnymi czynnikami oddziałującymi na wyniki były podobnie jak w nawozach - wyższe ceny gazu oraz wyższe ceny benzenu. Marża EBITDA w chemii była podobna jak przed rokiem i wyniosła 12%.
- **Tworzywa:** bardzo dobry wynik segmentu tworzyw na poziomie 57 mln PLN EBITDA to wzrost zarówno rok do roku jak i kwartał do kwartału. Motorem zwyżek była korzystna sytuacja cenowa jeżeli chodzi o poliamid-6 oraz kaprolaktam. Marża EBITDA segmentu wyniosła 16%. Przedstawiciele Spółki potwierdzili, że widzą silny popyt na produkty sektora tworzyw ze strony głównych odbiorców - segmentu motoryzacyjnego i włókienniczego.
- **Inwestycje:** spółka do końca 3Q'17 zainwestowała 938,6 mln PLN z 1,3 mld PLN przeznaczonych na rok 2017. W ocenie Zarządu realizacja CAPEXu jest niezagrożona.
- **Zadłużenie:** dług netto / EBITDA Grupy na koniec kwartału wyniósł 0,53x.



Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

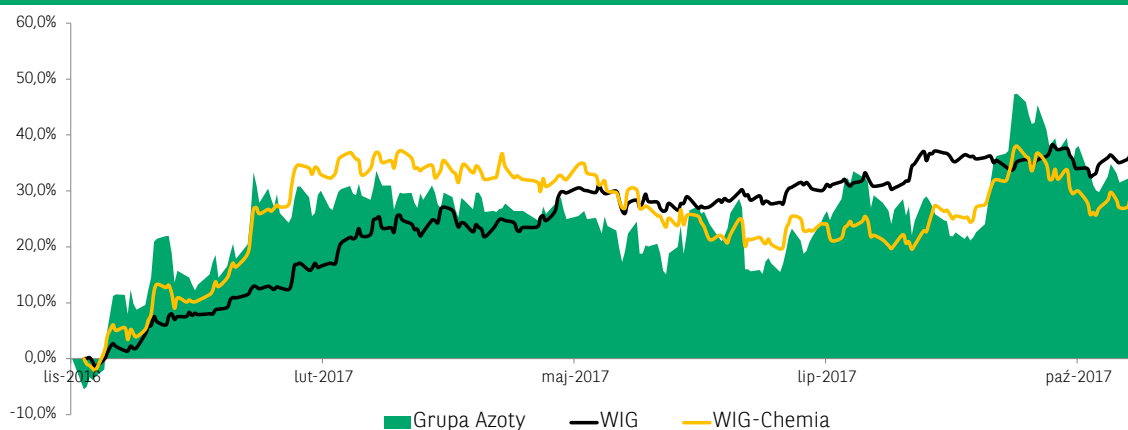
Wyniki spółki oceniamy ambiwalentnie. Z jednej strony Grupa Azoty pokazała bardzo słaby wynik w segmencie nawozowym, w którym istotnie spadła marża EBITDA. Z drugiej natomiast pozytywnie zapatrujemy się na wyniki segmentu chemii oraz tworzyw, które stosunkowo dobrze poradziły sobie w bieżącym okresie i wykorzystały dobrą sytuację makroekonomiczną w sektorze.

Wyniki spółki tak jak podkreśla Zarząd są w pewnym sensie rekordowe, gdyż słaby dotychczas trzeci kwartał zanotował relatywnie dobry wynik. Uzasadnieniem tego typu sytuacji może być realizacja części ważnych przestojów remontowych w okresie od kwietnia do czerwca 2017 roku, która wyrównała wyniki obu ostatnich kwartałów. Zwracamy uwagę, iż tego typu rezultaty mogą się nie powtórzyć w przyszłości. Dodatkowo spółce istotnie pomogło korzystne otoczenie makroekonomiczne w segmencie chemii i tworzyw.

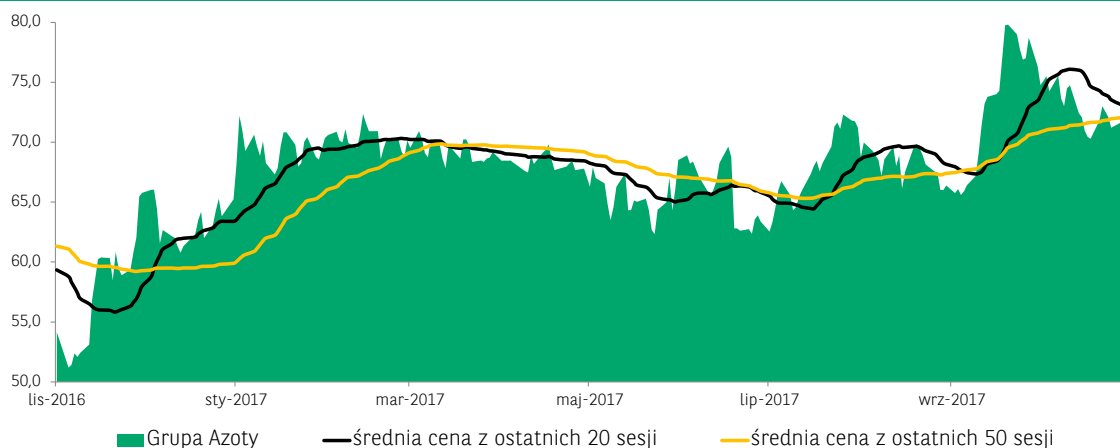
Przedstawiciele Spółki zapowiedzieli, że w długim terminie będą dążyć do jak największej dywersyfikacji biznesu Grupy, tak aby na wyniki nie oddziaływał efekt cykli koniunkturalnych. W kolejnych okresach pozytywnie na wyniki segmentu tworzyw powinno oddziaływać uruchomienie nowej instalacji do produkcji poliamidu w Tarnowie. Zarząd podkreśla również ciągłą poprawę jeżeli chodzi o efektywność wewnętrznych procesów Grupowych. Obecnie konsolidowany jest proces dystrybucji nawozów, który po ukończeniu powinien wesprzeć wzrosty całego segmentu.

Utrzymujemy nasz pozytywny stosunek do Grupy w długim terminie. Uważamy, że notowania Azotów nadal cechują się potencjałem wzrostowym. W kolejnych kwartałach będziemy zwracać uwagę na działania Grupy jeżeli chodzi o neutralizację niekorzystnych działań konkurencji. Zwracamy również uwagę na dalszą znaczącą presję cenową jeżeli chodzi o gaz, co związane jest ze zmianami na globalnym rynku ropy. W naszej ocenie dopiero impuls cenowy po stronie kosztowej może mieć pozytywne przełożenie na wyniki segmentu nawozowego, które są uzależnione właśnie od poziomu cen określonych surowców.

Notowania Grupy Azoty w porównaniu do Indeksów WIG i WIG-Chemia



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





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 e-mail

Michał Krajczewski, CFA

22 507 52 91

michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

Adam Anioł

22 507 52 93

adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Adam Maćkowiak

22 507 52 94

adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórny

telefon

adres e-mail

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 Pierwotny

telefon

adres e-mail

Marek Jaczewski

22 329 43 53

marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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



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

Disclaimer

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/09/ATT/3