



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Grupa Azoty – 2Q'19



2019-09-05 15:45

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	38,72
Kapitalizacja (mln zł)	3 840,8
Free float	67,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	3,8
P/E	15,4
EV/EBITDA	6,05

Notowania spółki



WYNIKI 2Q19

PLNm	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	r/r	konsensus	różnica
Przychody ze sprzedaży	2 380	2 325	2 797	3 365	2 738	15%	2 787	-2%
EBITDA	126	44	191	608	333	164%	368	-10%
EBIT	-42	-126	11	408	127	-	170	-25%
Zysk netto	-48	-106	-8	323	68	-	121	-44%
marża EBITDA	5,3%	1,9%	6,8%	18,1%	12,2%	6,9pp	13,2%	1,0pp
marża EBIT	-1,8%	-5,4%	0,4%	12,1%	4,6%	-	6,1%	1,5pp
marża netto	-2,0%	-4,6%	-0,3%	9,6%	2,5%	-	4,3%	1,9pp

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane w dniu dzisiejszym wyniki finansowe Grupy Azoty za II kwartał 2019 roku odbieramy pozytywnie. Przychody ze sprzedaży okazały się być wyższe w ujęciu r/r o 15%, zysk EBITDA o 164%, a wynik netto wyniósł 68 mln zł vs. 48 mln zł straty w analogicznym kwartale roku poprzedniego. Głównymi czynnikami wzrostu wyniku EBITDA były min. wyższe ceny realizacji nawozów (+151 mln zł), spadek cen surowców do produkcji (głównie gazu ziemnego, wpływ na poziomie +75 mln zł) oraz konsolidacja wyników nabytej w zeszłym roku spółki Compo Expert (+41 mln zł). Zwracamy jednocześnie uwagę, że poza świetnym wynikiem w segmencie nawozów widoczna jest erozja wyników w pozostałych segmentach działalności grupy tj. przede wszystkim tworzyw sztucznych i chemii.

Wyższe, zrealizowane ceny nawozów przy jednoczesnym spadku cen gazu głównymi czynnikami wzrostu wyniku EBITDA

EBITDA PLNm	2Q'18	2Q'19	r/r
Nawozy-agro	-68	209	-
Tworzywa	61	27	-56%
Chemia	91	65	-29%
Energetyka	18	11	-39%
Pozostałe	3	-2	-

W segmencie nawozów grupa odnotowała wzrost przychodów z 1,1 mld zł w II kwartale 2018 roku do 1,6 mld zł w omawianym okresie (+42% r/r), z uwagi min. na wyższe, zrealizowane ceny nawozów (średnie ceny

Znacząco lepszy wynik w segmencie nawozów, przy gorszym zachowaniu segmentu tworzyw i chemii

mocznika w I półroczu 2019 roku były wyższe od cen w analogicznym okresie roku 2018 o 10%). Jednocześnie koszty operacyjne segmentu wzrosły o jedynie 7% r/r, co wpłynęło na dodatni wynik EBITDA na poziomie 209 mln zł (vs. 68 mln zł straty rok wcześniej). Dominującym czynnikiem wpływającym negatywnie na segment tworzyw była w dalszym ciągu niesprzyjająca sytuacja popytowo-podażowa na rynkach odbiorców końcowych produktów,



BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A.

Autor: Lukas Cinikas

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

www.bnpparibas.pl



głównie branży motoryzacyjnej i budowlanej. Sytuacja ta prowadzi do walki cenowej i spadku popytu na tę gamę produktów. Średnia, półroczna cena kaprolaktamu spadła w I półroczu bieżącego roku o 9%, a poliamidu 6 o prawie 10% r/r. Przychody segmentu spadły o 9% r/r przy jednoczesnym spadku kosztów operacyjnych o niecały 1%, co przetożyło się na spadek wyniku EBITDA i marży EBITDA do poziomu 7% z 14% rok wcześniej. W segmencie chemii grupa odnotowała spadek przychodów r/r o 8% z uwagi min. na spadek popytu na główne produkty grupy. W II kwartale 2019 roku popyt na plastyfikatory zaczął stopniowo spadać, co pociągnęło za sobą obniżkę ich cen (średnia cena DOTP w I połowie 2019 roku: -1,1% r/r). Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku alkoholi OXO, którego ceny spadły o 1,8% r/r. Kontynuowany był również spadkowy trend cen bieli tytanowej, co było efektem importu dużej ilości pigmentu z Chin do Europy przy jednoczesnym spadku popytu z uwagi na spowolnienie gospodarcze na Starym Kontynencie.

W okresie II kwartału 2019 roku grupa odnotowała ujemne przepływy pieniężne netto w wysokości 50,4 mln zł. Przepływy z działalności operacyjnej wygenerowały 488,5 mln zł gotówki vs. 311,7 mln zł rok wcześniej, co jest min. pochodną wyższej amortyzacji (205,1 mln zł vs. 167,7 mln zł rok wcześniej). Przepływy z działalności inwestycyjnej wyniosły (-217,6 mln zł), a największą pozycję stanowiły wydatki na nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych w wysokości (-193,9 mln zł). W linii przepływów pieniężnych z działalności finansowej grupa odnotowała wynik na poziomie (-321,2 mln zł vs. -57,7 mln zł przed rokiem).

Ujemne przepływy netto

Wskaźnik dług nett/EBITDA (12 miesięcy) wyniósł na koniec półrocza 2,09. Kowenanty kredytowe przewidują maksymalny wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 3,0x i 3,5x w okresie grudzień 2020 roku – czerwiec 2023 roku. Dług netto wyniósł na 30 czerwca 2019 roku 2 460 mln zł (vs. 576 mln zł rok wcześniej) na co wpływ miało min. 1 520 mln zł zadłużenia na nabycie i refinansowanie długu Compo Expert oraz 405 mln zł wpływu MSSF16.

Dług netto/EBITDA = 2,09

Na konferencji wynikowej zarząd spółki zwrócił uwagę na to, że:

- **Segment nawozów:** grupa zauważa w ostatnim czasie spadek popytu na nawozy z powodu żniw i efektu suszy. Oczekuje się, że poprawa popytu na produkty nastąpi wraz z rozpoczęciem aplikacji jesiennych tj. pod koniec września. Polityka cenowa największych producentów wskazuje na systematyczny wzrost cen w II połowie 2019 roku (Grupa Azoty również podnosiła ceny w III kwartale m/m, ale już nie z tak dużą dynamiką jak wcześniej). Prognozy globalnego bilansu popytowo-podażowego mocznika w II połowie 2019 roku wskazują na możliwość wzrostu jego cen na rynkach (w Polsce nadal występuje jego niedobór pomimo wzrostu importu o 30% w I połowie 2019 roku). Spółka liczy również na poprawę siły nabywczej rolników w najbliższym czasie z uwagi na wypłatę dopłat przez ARiMR w październiku. Zarząd spółki zwraca również uwagę na spadek konkurencyjności rosyjskich producentów nawozów z uwagi na zawężające spready cenowe w związku z porównywalną ceną gazu.
- **Segment tworzyw:** Po sezonowym spowolnieniu w miesiącach letnich, we wrześniu przewidywane jest niewielkie ożywienie na rynkach. Zarząd spółki przewiduje, że negatywny trend w segmencie może być kontynuowany do połowy 2020 roku. Nowy produkt (poliamid foliowy) wpłynie „nieco” pozytywnie na wynik segmentu. Nowa instalacja compound zwiększy moce produkcyjne o 46 tt (obecnie 12 tt) – portfolio produktów: kaprolaktam, poliamid, efekty widoczne w wynikach w przyszłym roku.
- **Segment chemii:** W II połowie roku ma nadal utrzymywać się negatywna tendencja wynikowa r/r. Po spowolnieniu w miesiącach letnich we wrześniu przewidywany jest wzrost popytu na alkohole OXO oraz plastyfikatory. Prognozowany spadek cen surowców powinien umożliwić sprzedaż produktów z wyższymi marżami. W III kwartale 2019 roku ceny bieli tytanowej powinny pozostać na poziomie z II kwartału (w IV kwartale prognozowane jest osłabienie popytu). Popyt na melaminę ma się utrzymywać w najbliższych miesiącach na dotychczasowym poziomie.
- **Rekompensaty za wzrost cen prądu:** Grupa skorzysta z rekompensat cen energii dla branż energochłonnych.
- **CO2:** podwyżki cen uprawnień do emisji nie miały wpływu na wynik EBITDA z uwagi na

Spadek popytu na nawozy w III kw. Oczekiwana poprawa wraz z rozpoczęciem aplikacji jesiennych

Negatywny trend segmentu tworzyw może się utrzymać do 2020 roku

Negatywna tendencja wynikowa w II połowie roku w segmencie chemii



wykorzystanie rezerw z poprzednich okresów. W III i IV kwartale będą wykorzystywać uprawnienia nabywane min. po cenach z I kwartału.

- **Ceny gazu:** Zarząd przewiduje utrzymania niskich cen gazu w III kwartale z uwagi na nadwyżkę podaży surowca. W okresie zimowym oczekiwany jest sezonowy trend wzrostowy cen.
- **Awaria instalacji w ZCh Police:** gdyby nie przestój instalacji wynik EBITDA mógłby być lepszy o ok. 15-20 mln zł.
- **CAPEX na 2019 rok:** 1,3 mld zł.
- **„Polimery Police”:** Planowane podwyższenie kapitału w ZCh Police do końca 2019 roku – oczekiwane wpływy z emisji to ok. 1 mld zł. Instalacja ma zacząć działać „na pełnych obrotach” od IV kwartału 2020 roku. Być może do finansowania dołączy jeszcze jeden, dwa podmioty na małym udziale w equity.

Odbicie cen gazu najwcześniej w sezonie jesienno-zimowym

SPO w ZCh Police ma zostać zakończone do końca roku





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.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 księgowa) – 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

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





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączeniemi na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 (0%; + 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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

